

HET VERPLICHT BOD OP EFFECTEN

SERIE VANWEGE HET
VAN DER HEIJDEN INSTITUUT TE NIJMEGEN
ONDER LEIDING VAN
PROF. MR. J.M.M. MAEIJER
PROF. MR. H.M.N. SCHONIS
PROF. MR. F.J.P. VAN DEN INGH
PROF. MR. G. VAN SOLINGE
PROF. MR. M. VAN OLFFEN

DEEL 80

HET VERPLICHT BOD OP EFFECTEN

Een wetenschappelijke proeve op het gebied van de rechtsgeleerdheid

PROEFSCHRIFT

ter verkrijging van de graad van doctor
aan de Radboud Universiteit Nijmegen
op gezag van de Rector Magnificus Prof. dr. C.W.P.M. Blom,
volgens besluit van het College van Decanen
in het openbaar te verdedigen op woensdag 15 september 2004
des namiddags om 3.00 uur precies

door

Marco Nieuwe Weme

KLUWER 

DEVENTER - 2004

Promotor:
prof. mr. G. van Solinge

Manuscriptcommissie:

Prof. mr. M.W. den Boogert, Rijksuniversiteit Groningen

Prof. mr. F.J.P. van den Ingh

Prof. mr. H.J. de Kluiver, Universiteit van Amsterdam

Prof. mr. M. van Olffen

Prof. mr. L. Timmerman, Universiteit Leiden

ISBN 90-130-1885-8

© 2004, M.P. Nieuwe Weme, Amsterdam

Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag zonder voorafgaande toestemming van de uitgever worden veeveelvoudigd of openbaar gemaakt.

Voor zover het maken van kopieën uit deze uitgave is toegestaan op grond van art. 16b Auteurswet 1912 jo. het Besluit van 20 juni 1974, Stb. 351, zoals gewijzigd bij Besluit van 23 aug 1985, Stb. 471, en art. 17 Auteurswet 1912, dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp).

Hoewel aan de totstandkoming van deze uitgave de uiterste zorg is besteed, aanvaarden de auteur(s), redacteur(en) en uitgever(s) geen aansprakelijkheid voor eventuele fouten en onvolkomenheden, noch voor gevolgen hiervan

Kluwer BV legt de gegevens van abonnees vast voor de uitvoering van de (abonnements)overeenkomst. De gegevens kunnen door Kluwer, of zorgvuldig geselecteerde derden, worden gebruikt om u te informeren over relevante producten en diensten. Indien u hier bezwaar tegen heeft, kunt u contact met ons opnemen.

Op alle uitgaven van Kluwer zijn de algemene leveringsvoorwaarden van toepassing. Deze kunt u lezen op www.kluwer.nl of opvragen via telefoonnummer 0570-67 34 49.

VOORWOORD

Op 15 september 2004 promoveerde mr. M.P. Nieuwe Weme aan de Radboud Universiteit Nijmegen op zijn studie naar het verplicht bod op effecten. Zijn promotor was prof. mr. G. van Solinge. De studie verschijnt hierbij als deel 80 van de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut.

Het onderwerp dat Nieuwe Weme behandelt is zeer actueel. Op 21 april 2004 werd de dertiende EG-richtlijn inzake openbare biedingen aangenomen. Ingevolge art. 5 jo. 21 lid 1 Richtlijn dient Nederland uiterlijk op 20 mei 2006 een verplicht bod-regeling in te voeren. De studie van Nieuwe Weme handelt voor een groot deel over deze verplichting. Als sluitstuk van zijn studie heeft hij een proeve van een verplicht bod-regeling naar Nederlands recht opgesteld. Het ministerie van Financiën heeft in april 2004 op verzoek een conceptversie van de studie ontvangen, naar aanleiding waarvan verschillende besprekingen met de schrijver hebben plaatsgevonden. Het komende wetsvoorstel is mede gebaseerd op de studie van Nieuwe Weme.

Het onderzoek is breed van opzet. Allereerst wordt de rechtseconomische vraag beantwoord of het wenselijk is dat in Nederland een verplicht bod wordt ingevoerd en wat hiermee moet worden beoogd. Volgens Nieuwe Weme zijn er drie redenen om een verplicht bod-regeling in te voeren. Ten eerste kan met het verplicht bod de controlepremie over alle effectenhouders worden verdeeld. De controlepremie behoort volgens hem toe aan de vennootschap. En omdat de kapitaalverschaffers gelijkge-rechtigd zijn tot het vermogen van de vennootschap, hebben zij recht op een evenredig deel van de controlepremie. Als een aantal effectenhouders een vergoeding ontvangt waarin de controlepremie ligt besloten, incasseren deze effectenhouders tevens het deel van de controlepremie dat toekomt aan de achterblijvende effectenhouders. Door een biedplicht kan worden bewerkstelligd dat de overige effectenhouders het hun toekomende deel van de controlepremie alsnog ontvangen. Ten tweede dient een biedplicht te worden ingevoerd teneinde de achterblijvende effectenhouders te beschermen tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder. Het derde argument voor invoering van een biedplicht is de concurrentiepositie van Nederland. Goede bescherming van kapitaalverschaffers heeft een drukkende werking op de kapitaalkosten van Nederlandse ondernemingen en komt daardoor de concurrentiekracht van Nederlandse ondernemingen ten goede. Deze drie argumenten winnen volgens Nieuwe Weme aan kracht door de toenemende druk - door markt en regelgeving - op beschermingsconstructies. Hierdoor is het bestuur van de doelvennootschap minder gemakkelijk in staat om een bod op alle effecten af te dwingen en bescherming te bieden tegen machtsmisbruik. De biedplicht kan een verlies van beschermingsconstructies compenseren.

Vervolgens wordt geanalyseerd welke eisen de Richtlijn aan een verplicht bod-regeling stelt en onderzoek gedaan naar de verplicht bod-regelingen in enkele Europese landen (het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Italië, Spanje en

Zwitserland). Door deze rechtsvergelijkende studie kan bij het ontwerpen van de Nederlandse verplicht bod-regeling gebruik worden gemaakt van de in deze landen opgedane ervaring. De verplicht bod-regeling van het Verenigd Koninkrijk is in het bijzonder interessant, omdat de biedplicht uit de Richtlijn hierop voor een belangrijk deel is gebaseerd.

Uitgebreid wordt aandacht besteed aan de vorm en inhoud van de komende verplicht bod-regeling. Besproken worden onder meer de werkingssfeer, problemen van samenloop, het begrip controle, de effecten waarop het bod betrekking moet hebben, de hoogte en de aard van de te bieden vergoeding en de vrijstellingen van de biedplicht. De auteur heeft duidelijk oog voor de nodige flexibiliteit. Zo stelt hij voor om degene die de controle verwerft de mogelijkheid te bieden zich van de biedplicht te bevrijden door zijn belang af te bouwen tot onder de biedgrens (gratieregeling) en de onafhankelijke aandeelhouders de bevoegdheid te geven om de controlerend effectenhouder dispensatie van de biedplicht te verlenen (dispensatieregeling).

Nieuwe Weme ziet geen reden om degene die een verplicht bod uitbrengt te garanderen dat hij beslissende of absolute zeggenschap verwerft. Het is volgens hem daarom ongewenst dat na gestanddoening van het verplicht bod de beschermingsconstructies van rechtswege vervallen dan wel dat het verplicht bod slechts gestand behoeft te worden gedaan indien de beschermingsconstructies zijn ontmanteld.

Recentelijk hebben enkele grote Nederlandse beursvennootschappen een statutaire biedplicht ingevoerd. Andere vennootschappen denken hierover na. Gelet hierop is interessant de behandelde vraag of de mogelijkheid moet worden geboden om bij statuten van de wettelijk verplicht bod-regeling af te wijken.

Nieuwe Weme stelt voor om de AFM aan te wijzen als toezichthouder en geeft daarbij aan met welke bevoegdheden de AFM moet worden bekleed. Hij wil onder meer de AFM de bevoegdheid verlenen om een declaratoire beschikking te geven over de uitleg van de verplicht bod-regeling. In aanvulling op de bestaande sancties wordt de invoering bepleit van een bijzondere procedure waarin de OK op verzoek van bepaalde belanghebbenden (waaronder de AFM) civielrechtelijke sancties kan opleggen. Ten slotte wordt voorgesteld om niet het CBB, maar de OK aan te wijzen als bevoegde rechter inzake besluiten van de AFM aangaande het verplicht bod.

Met veel genoegen nemen wij dit boek in onze Serie op. Vooral door de rechtseconomische analyse, de bespreking van de Richtlijn, de rechtsvergelijkende beschouwingen, de duidelijke standpunten die de auteur inneemt en zijn proeve van een verplicht bod-regeling, draagt deze studie bij tot een groter inzicht in de behandelde problematiek en de totstandkoming van een verplicht bod-regeling naar Nederlands recht.

J.M.M. Maeijer
H.M.N. Schonis
F.J.P. van den Ingh
G. van Solinge
M. van Olffen

INHOUDSOPGAVE

1. Inleiding	1
1.1. Aanleiding en doelstelling van het onderzoek	1
1.2. Het begrip verplicht bod	2
1.2.1. Aanbod	2
1.2.2. Krachtens verbintenis	2
1.2.3. Openbaar	2
1.2.4. Ter bescherming	3
1.3. Afbakening van het onderzoek	3
1.4. Onderzoeksopzet	5
2. De grondslag van het verplicht bod	9
2.1. Inleiding	9
2.2. Argumenten voor een verplicht bod-regeling	10
2.2.1. Het gelijkheidsbeginsel	10
a. De horizontale werking van het gelijkheidsbeginsel	10
b. Het gelijkheidsbeginsel en de evenredige verdeling van de controlepremie	11
2.2.2. Machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder	15
2.2.3. De concurrentiepositie van Nederland	17
a. Kapitaalkosten van Nederlandse ondernemingen	17
b. De vlucht naar buitenlandse rechtsvormen waarvoor wel een biedplicht geldt	18
c. Nederland als vestigingsplaats voor buitenlandse ondernemingen	19
2.2.4. Een onverstoorde verkoopbeslissing van de effectenhouders (undistorted choice)	20
2.2.5. De verminderde handelbaarheid van de effecten	21
2.2.6. Wijziging van het beleid en de identiteit van de vennootschap	21
2.2.7. Compensatie voor de waardedaling van de resterende effecten	22
2.2.8. Verlies van rechten die aan het effect zijn verbonden	23
2.2.9. Compensatie voor het verlies van beschermingsconstructies	25
2.2.10. Codificatie van een ongeschreven verplicht bod-regeling	25
2.3. Argumenten tegen een verplicht bod-regeling	27
2.3.1. Een verplicht bod-regeling is overbodig	27
a. De bestaande regels bieden voldoende bescherming tegen machtsmisbruik	27

b.	Beschermingsconstructies bieden de effectenhouders voldoende bescherming	29
c.	Door invoering van minder bezwarende regels kan ook bescherming worden geboden	30
d.	Een vennootschap kan kiezen voor een statutaire biedplicht	34
e.	De achterblijvende effectenhouders hebben de mogelijkheid om hun effecten te verkopen	37
f.	Door een blokkeringsregeling kan worden voorkomen dat een controlerend belang wordt verworven	38
g.	De grootste kapitaalmarkt (de Verenigde Staten) kent geen biedplicht	38
2.3.2.	Het belemmeren van de overnamemarkt	39
a.	Het belemmeren van de overnamemarkt in het algemeen	39
b.	Een vermindering van de disciplinerende werking van de overnamemarkt	40
c.	De onmogelijkheid om pakketvergoedingen te betalen	40
d.	Het belemmeren van een management buy-out of buy-in	41
e.	Het belemmeren van een herstructurering van een noodlijdende vennootschap	41
2.3.3.	Overige financieel-economische bezwaren van een biedplicht	42
a.	Financieringsproblemen van de bieder	42
b.	Het belemmeren van samenwerkingsverbanden	43
c.	Een toename van concentratie van effectenbezit	44
d.	Het belemmeren van risicospreiding	45
e.	Delisting van de doelvennootschap	45
f.	Vennootschappen met een controlerend effectenhouder presteren beter	46
g.	Aantasting van de waarde van bestaande controlerende belangen	46
2.3.4.	Effectenhouders die niet op het bod ingaan raken nog meer beknelde	47
2.4.	Standpunten in de praktijk en de literatuur	47
2.4.1.	Praktijk	47
2.4.2.	Literatuur	48
2.5.	Conclusie	49
3.	Dertiende EG-richtlijn	51
3.1.	Inleiding	51
3.2.	Grondslag van de Richtlijn	54
3.3.	Inhoud van de Richtlijn	55
3.4.	Het rechtsbeginsel waarop de biedplicht uit de Richtlijn is gebaseerd	57
3.5.	Het verplicht bod volgens de Richtlijn	59
3.6.	Mag de nationale biedplicht afwijken van de biedplicht uit de Richtlijn?	61

3.6.1.	Verzwaren van de nationale biedplicht	61
3.6.2.	Verlichten van de nationale biedplicht	62
3.7.	Conclusie	63
4.	Buitenlandse verplicht bod-regelingen	65
4.1.	Inleiding	65
4.2.	Het Verenigd Koninkrijk	68
4.3.	Duitsland	70
4.4.	Frankrijk	73
4.5.	België	75
4.6.	Italië	77
4.7.	Spanje	79
4.8.	Zwitserland	81
4.9.	Conclusie	82
5.	Het verplicht bod naar komend Nederlands recht; voorvragen en uitgangspunten	85
5.1.	Inleiding	85
5.2.	Aard van de biedplicht: regel van vennootschapsrecht of regel van marktrecht?	86
5.3.	Status van de verplicht bod-regeling: wet of zelfregulering?	88
5.4.	Plaats van de verplicht bod-regeling: Boek 2 BW, Wte 1995 of andere regeling?	90
5.5.	Statutaire afwijking van de wettelijke biedplicht	92
5.5.1.	De wenselijkheid van een statutaire afwijkmogelijkheid	92
5.5.2.	Staat de Richtlijn toe dat bij statuten van de wettelijke biedplicht kan worden afgeweken?	92
5.5.3.	Vormen van statutaire afwijking	94
a.	Bij statuten verzwaren van de wettelijke biedplicht	94
b.	Bij statuten verlichten of uitsluiten van de wettelijke biedplicht	96
c.	Statutaire biedplicht bij uitsluiting van de wettelijke biedplicht	98
5.5.4.	Invoering van statutaire verplicht bod-regels	99
5.5.5.	Motiveringsplicht bij statutaire afwijking van de wettelijke biedplicht	99
5.5.6.	Periodieke besluitvorming door de AvA over de statutaire afwijking	100
5.6.	De verhouding van de verplicht bod-regeling tot de bestaande regels inzake vrijwillige biedingen	100
5.7.	De wenselijkheid van een toezichthouder	101
5.8.	De vorm van de verplicht bod-regeling	101
5.9.	Conclusie	102

6. Werkingssfeer	105
6.1. Inleiding	105
6.2. Aanknopen bij de zetel, de markt of de ingezetenen?	106
6.2.1. Zetelleer	106
6.2.2. Marktleer	108
6.2.3. Ingezetenenleer	109
6.2.4. Combinatie: zetel-en-markt-leer	110
6.3. Toepasselijk recht in internationale verhoudingen	113
6.3.1. Samenloop van verplicht bod-regelingen	113
6.3.2. Verwijzingsregel	114
6.4. De soorten rechtspersonen waarop de verplicht bod-regeling van toepassing moet zijn	116
6.4.1. Open vennootschappen	116
a. Beursvennootschappen	116
b. Vennootschappen waarvan effecten geregeld worden verhandeld	117
c. Vennootschappen met wijdverspreide effecten	118
d. Overige open vennootschappen	119
6.4.2. Besloten vennootschappen	119
6.4.3. Overige rechtspersonen	120
6.5. Conclusie	120
7. De controle	121
7.1. Inleiding	121
7.2. Welke omstandigheid dient aanleiding te zijn voor het ontstaan van de biedplicht?	121
7.2.1. Betaling van een controlepremie	121
7.2.2. Machtsmisbruik	122
7.2.3. Controleverwerving	123
7.3. Methoden ter bepaling van de controle	123
7.3.1. Het begrip controle	123
7.3.2. Feitelijke controle	124
7.3.3. Formele controle	126
7.3.4. Varianten	126
a. Combinatie I: formele of feitelijke controle	126
b. Combinatie II: formele en feitelijke controle	127
c. Weerlegbaar vermoeden	128
d. Meerdere biiddrempels (staffelmethode)	128
7.4. De invulling van het formele controlebegrip	129
7.4.1. Aansluiten bij de stemrechten of het geplaatst kapitaal?	129
a. Stemrechten	129
b. Geplaatst kapitaal	129
c. Combinatie: stemrechten of geplaatst kapitaal	130

7.4.2.	Het percentage van de stemrechten	131
7.4.3.	De stemrechten die in aanmerking moeten worden genomen	134
a.	Certificaten van aandelen	134
b.	Stemrechten waarmee geen beslissende of absolute invloed kan worden uitgeoefend	136
c.	De invloed van een (beschermings)emissie	137
d.	Stemrechten waarvan de controlerend effectenhouder geen gebruik maakt	138
e.	Stemrechten die niet worden uitgeoefend door een derde	139
f.	Door de doelvennootschap gehouden (certificaten van) aandelen	139
g.	Vervreemding van stemrecht	140
h.	Potentiële stemrechten	140
7.5.	Personen die in onderlinge overeenstemming handelen (acting in concert)	143
7.6.	Indirecte controle (chain principle)	145
7.7.	Bekendmaking van de controleverwerving	148
7.8.	Conclusie	149
8.	Vrijstelling van de biedplicht	151
8.1.	Inleiding	151
8.2.	De wijze waarop de controle wordt verkregen	152
8.3.	Gratieperiode (grace period)	154
8.4.	Dispensatieprocedure (whitewash-procedure)	156
8.5.	Gevallen waarvoor een vrijstelling moet gelden	158
8.5.1.	Bestaande situaties (overgangsregeling)	158
8.5.2.	Beursnotering met behoud van controle	159
8.5.3.	Verkrijging van de controle door een vrijwillig bod	160
8.5.4.	Anti-overvalstichting	162
8.5.5.	Verkrijging van effecten ten titel van beheer; administratiekantoor	163
8.5.6.	Toekennen van stemrecht bij vestiging van pandrecht	164
8.5.7.	Herstructurering binnen concernverband	165
8.5.8.	Herstructurering van een noodlijdende vennootschap	166
8.5.9.	Gelijktijdige controleverwervingen	168
8.5.10.	Controleverwerving door handelen in overeenstemming met een controlerend effectenhouder	169
8.5.11.	Verkrijging van indirecte controle wegens controleverwerving door een dochtervennootschap	169
8.5.12.	Vergroting, verkleining of wijziging van de samenstelling van het vrijgestelde pakket	170
8.5.13.	Vermelding van de vrijstelling in de jaarstukken	171
8.6.	Gevallen waarvoor geen vrijstelling moet gelden	172
8.6.1.	Juridische fusie; juridische splitsing	172
8.6.2.	Gemeenschap	172

8.6.3.	Erfopvolging; schenking; verwerving van een familielid	173
8.6.4.	Inkoop van aandelen; kapitaalvermindering	174
8.6.5.	Uitgifte van aandelen	175
a.	Uitgifte met inachtneming voorkeursrecht	175
b.	Uitgifte zonder inachtneming voorkeursrecht	176
c.	Keuzedividend; stockdividend	176
d.	Underwriting	177
8.6.6.	Management buy-out of buy-in	178
8.6.7.	Uitoefening of conversie van een recht op effecten	178
8.6.8.	Toekennen van stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik	178
8.6.9.	Uitoefening van een zekerheidsrecht	179
8.6.10.	Handelen in overeenstemming met andere effectenhouders	179
8.6.11.	Beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal	180
8.6.12.	Verlies van de status van fiscale beleggingsmaatschappij	181
8.6.13.	Verwerving van de controle door aankopen via de beurs	182
8.6.14.	Verwerving van een vrijgesteld belang	182
8.6.15.	Controleverwerving indien een derde reeds een controlerend belang heeft	183
8.6.16.	De overheid als controlerend effectenhouder	184
8.6.17.	De nationaliteit van de controlerend effectenhouder	185
8.6.18.	Strijd met wettelijke of statutaire bepalingen	185
8.7.	Conclusie	185
9.	Het bod	187
9.1.	Inleiding	187
9.2.	Moment waarop het bod wordt uitgebracht	187
9.3.	Toepasselijkheid van het verbod van het rauwelijks bod	189
9.4.	De persoon die het bod uitbrengt	190
9.5.	Personen tot wie en effecten waarop het bod is gericht	190
9.5.1.	Het soort effecten waarop het bod betrekking moet hebben	190
a.	Aandelen en certificaten	190
b.	Rechten op aandelen, rechten op certificaten	191
9.5.2.	Integraal bod; partieel bod	193
9.5.3.	Ontheffing van de verplichting om het bod te richten tot alle effectenhouders	195
9.6.	De vergoeding	195
9.6.1.	Methoden ter vaststelling van de vergoeding	195
9.6.2.	De hoogte van de vergoeding	197
a.	Aansluiten bij de prijs die is betaald om de controle te verwerven	197
b.	Aansluiten bij de beurskoers	199
c.	Combinatie: hoogste prijs of gemiddelde beurskoers	200

d. De vergoeding voor effecten waarvoor geen prijs is betaald en die evenmin zijn genoteerd	201
e. Vergelijkbare biedingen op verschillende soorten effecten	202
f. De geoorlooftheid van pakketvergoedingen	202
g. Aankopen tijdens de aanmeldingstermijn	205
9.6.3. De aard van de vergoeding	206
a. Contanten	206
b. Liquide effecten	206
c. Ten minste contanten indien vóór of tijdens het bod tegen contanten effecten zijn verworven	209
9.6.4. Afwijking van de wettelijke of statutaire vergoeding in bijzondere omstandigheden	210
9.7. Aan het verplicht bod te verbinden voorwaarden	212
9.8. Automatische ontmanteling van beschermingsconstructies	214
9.9. Conclusie	215
10. Toezicht	217
10.1. Inleiding	217
10.2. De toezichthouder inzake het verplicht bod: AFM	217
10.3. Reikwijdte van het toezicht	218
10.3.1. Wettelijke verplicht bod-regeling	218
10.3.2. Statutaire verplicht bod-regels	219
10.4. De intensiteit van het toezicht	220
10.5. Bevoegdheden van de toezichthouder	221
10.5.1. Aansluiten bij de bestaande bevoegdheden inzake het vrijwillig bod	221
a. Algemeen	221
b. Inwinnen van inlichtingen, samenwerking	222
c. Aanwijzing	222
d. Ontheffing	223
10.5.2. Declaratoire beschikking over de uitleg van de verplicht bod-regeling	223
10.6. Sancties bij niet-naleving van de verplicht bod-regeling	224
10.6.1. Aansluiten bij de bestaande sancties inzake het vrijwillig bod	224
a. Algemeen	224
b. Bestuursrechtelijke sancties	225
c. Strafrechtelijke sancties	226
d. Civielrechtelijke sancties	227
10.6.2. Aanvullende civielrechtelijke sancties	228
10.7. Rechtsgang inzake besluiten van de toezichthouder	231
10.7.1. Aansluiten bij de bestaande rechtsgang inzake het vrijwillig bod	231
10.7.2. Bevoegde rechter: OK	232

10.8. Bevoegde toezichthouder in internationale verhoudingen	234
10.9. Conclusie	235
Proeve van een verplicht bod-regeling naar Nederlands recht	237
Samenvatting	249
Summary	259
Bijlage	
Dertiende EG-richtlijn van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod	271
Registers	
Voorstellen voor een dertiende EG-richtlijn	297
Biedingsregelingen	299
Toezichthouders	303
Jurisprudentie	305
Literatuur	307
Afkortingen, terminologie	349
Trefwoorden	359

1. INLEIDING

“[C]ontrol” is an asset which belongs only to the corporation; and (. .) payment for that power, if it goes anywhere, must go into the corporate treasury’

A.A. Berle en G.C. Means, *The Modern Corporation and Private Property*, New York 1932

1.1. Aanleiding en doelstelling van het onderzoek

In de meeste EU-lidstaten, en ook in veel andere landen (zie hoofdstuk 4), bestaat de regel dat de effectenhouder die de controle verkrijgt in een beursvennootschap een openbaar bod uitbrengt op de overige effecten. In Nederland wordt sinds het begin van de negentiger jaren in toenemende mate discussie gevoerd over de vraag of zulk een verplicht bod-regeling ook in het Nederlands recht moet worden opgenomen. Op 30 januari 2002 publiceerde de regering een consultatiedocument waarmee deze vraag aan de markt werd voorgelegd.¹ De reacties hierop waren verdeeld (§ 2.4). Nog in hetzelfde jaar, op 2 oktober 2002, werd een nieuw voorstel voor een dertiende EG-richtlijn inzake openbare biedingen gepubliceerd (§ 3.1). Naar aanleiding hiervan berichtte de regering de Tweede Kamer op 25 november 2002 dat zij het vooralsnog weinig opportuun acht om een biedplicht in te voeren waar deze in de nabije toekomst wellicht niet verenigbaar is met de Richtlijn.² Op 21 april 2004 werd, na ruim 30 jaar discussiëren en onderhandelen, de definitieve tekst van de Richtlijn aangenomen. Ingevolge art. 5 jo. art. 21 lid 1 Richtlijn dient Nederland uiterlijk op 20 mei 2006 een verplicht bod-regeling in te voeren, zie verder hoofdstuk 3.

In deze studie onderzoek ik wat de grondslag van de biedplicht is, wat met het verplicht bod wordt beoogd, of invoering van de biedplicht in het Nederlands recht gewenst is, welke minimumeisen de Richtlijn aan de verplicht bod-regeling stelt, op welke wijze de biedplicht in andere Europese landen is geregeld en welke vorm en inhoud de Nederlandse verplicht bod-regeling moet krijgen (zie nader § 1.3 en 1.4).

Het onderzoek is afgesloten op 1 juni 2004.

1 Consultatiedocument verplicht bod (2002), waarover Nieuwe Weme (2002/1).

2 Minister van Financiën (2002).

1.2. Het begrip verplicht bod

1.2.1. Aanbod

Het verplicht bod is een 'aanbod'. De controlerend effectenhouder doet de overige effectenhouders het aanbod om hun effecten over te nemen tegen een bepaalde vergoeding. In afdeling 2 van titel 5 van Boek 6 BW, dat een regeling bevat inzake het tot stand komen van overeenkomsten door aanbod en aanvaarding ervan, wordt het begrip aanbod niet gedefinieerd. In de literatuur wordt onder aanbod verstaan: een aan de wederpartij gedaan voorstel (mondeling, schriftelijk, of anderszins, bijvoorbeeld elektronisch) tot het aangaan van een overeenkomst, welk voorstel zodanig is bepaald (door vermelding van de voorwaarden, waaronder de prijs) dat door de aanvaarding daarvan onmiddellijk een overeenkomst ontstaat.³

1.2.2. Krachtens verbintenis

Het verplicht bod is een bijzonder aanbod, omdat het wordt uitgebracht krachtens een verbintenis. De verbintenis ontstaat indien een in de wet of statuten⁴ vermelde omstandigheid zich voordoet, namelijk het verwerven van de 'controle' in een kapitaalvennootschap. De 'controle' kan worden omschreven als het hebben van doorslaggevende invloed ter zake van de meeste kernbesluiten in de vennootschap of het houden van een bepaald percentage van de stemrechten of het aandelenkapitaal, maar ook andere definities zijn denkbaar. De biedplicht rust op de persoon die de controle heeft verkregen, de 'controlerend effectenhouder'.

1.2.3. Openbaar

Een verplicht bod kan een onderhands bod of een openbaar bod zijn. Het zal een onderhands bod zijn indien de effectenhouders tot wie het bod zich richt bij de bieder bekend zijn en door hem rechtstreeks – zonder openbare mededeling – kunnen worden benaderd. Een onderhands verplicht bod is denkbaar bij een biedplicht die (mede) geldt voor besloten vennootschappen. Indien de overige effectenhouders niet bij de bieder bekend zijn, hetgeen veelal het geval is bij 'open' vennootschappen (beursvennootschappen en NV's met toonderaandelen), zal een openbaar bod moeten worden uitgebracht. In mijn optiek, inhoudende dat een verplicht bod-regeling slechts moet gelden voor beursvennootschappen (§ 6.4), is het verplicht bod een openbaar bod.

Men spreekt van een 'openbaar aanbod', wanneer het aanbod niet is gericht tot één of meer bepaalde personen, maar tot een meer of minder uitgebreid publiek of anders

3 Asser-Hartkamp 4-II (2001), nr. 135; Blei Weissmann, art. 6 217 BW, aant. 1-101.4 (2001)

4 Ook andere bronnen bestaan of zijn denkbaar, zoals zelfregulering (zie hoofdstuk 4 en § 5.3) en overeenkomst.

gezegd, tot een onbepaalde groep van mogelijke gegadigden.⁵ Een openbaar aanbod kan een echt aanbod zijn, maar ook een uitnodiging tot het doen van een aanbod. Een openbaar aanbod is een aanbod indien het de elementen bevat die de verbintenissen, die uit de te sluiten overeenkomst zullen voortvloeien, bepaalbaar maken in de zin van art. 6:227 BW.⁶ Een verplicht bod zal zodanig nauwkeurig zijn bepaald dat door aanvaarding daarvan een overeenkomst tot koop of ruil tot stand komt en kan derhalve niet worden aangemerkt als een uitnodiging om in onderhandeling te treden. Ook de aard van het verplicht bod verzet zich ertegen dat de bieder de mogelijkheid heeft om te onderhandelen.

Indien het verplicht bod kwalificeert als 'openbaar bod' ex art. 1 sub o Wte 1995 en betrekking heeft op effecten die in Nederland zijn genoteerd of geregeld worden verhandeld, zijn hoofdstuk II A Wte 1995 en hoofdstuk III A Bte 1995 van toepassing. Zie ook § 5.6. Art. 1 sub o Wte 1995 omschrijft 'openbaar bod' als 'een door middel van een openbare mededeling gedaan aanbod als bedoeld in artikel 217, eerste lid, van Boek 6 van het Burgerlijk Wetboek, dan wel een uitnodiging tot het doen van een aanbod, buiten een besloten kring, op effecten'. De verschijningsvormen van een openbaar bod zijn gedefinieerd in art. 1 sub g (vast bod), sub h (partieel bod) en sub i (tenderbod) Bte 1995. Het verplicht bod zal in de regel strekken tot verwerving van alle effecten van de desbetreffende soort en komt in die gevallen overeen met het vast bod. Een verplicht bod in de vorm van een partieel bod is ook denkbaar (§ 9.5.2). Zoals gezegd, kan een verplicht bod niet de vorm hebben van een tenderbod (§ 9.6.1).

1.2.4. *Ter bescherming*

Het verplicht bod strekt ertoe de effectenhouders te beschermen. De biedplicht kan bijvoorbeeld waarborgen dat de controlepremie evenredig over de effectenhouders wordt verdeeld of bescherming bieden tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder. Maar ook andere doeleinden kunnen worden beoogd, zoals het bieden van een exit in verband met de verminderde verhandelbaarheid van de resterende effecten of het compenseren van de waardedaling van deze effecten. Zie nader hoofdstuk 2.

1.3. **Afbakening van het onderzoek**

Het onderzoek beperkt zich tot de juridische aspecten van het verplicht bod, in het bijzonder het effectenrecht en het vennootschapsrecht, en in mindere mate het verbintenissenrecht en het bestuursrecht. Zie nader § 1.4. Geen of slechts zijdelings wordt aandacht besteed aan:

5 Vgl. ook Grundmann-Van de Krol (2004/1), p. 63.

6 Asser-Hijma 5-I (2001), nr. 165; Asser-Hartkamp 4-II (2001), nr. 140. Zie in het algemeen over het openbaar aanbod: Blei Weissmann, art. 6:217 BW, aant. 146-230 (2001).

- De voorschriften die betrekking hebben op het *openbaar bod op effecten in het algemeen* (met name de biedingsregels), en die dus niet specifiek gelden voor het verplicht bod. Men denke aan de termijnen bij een openbaar bod, de inhoud van het biedingsbericht, de informatieve vergaderingen, het bekendmaken van koersgevoelige informatie, het verbod van gunstiger transacties, et cetera.⁷
- De regels, waaronder de *prospectusvoorschriften*, die gelden indien de verplicht bieder als vergoeding effecten aanbiedt (ruilbod).⁸
- *De periode voordat de biedplicht ontstaat*. Ik behandel bijvoorbeeld niet de verplichtingen die ontstaan bij het opbouwen van een controlerend belang. Men denke aan meldingsverplichtingen inzake het verkrijgen van zeggenschap (Wmz 1996), maar ook aan de uit art. 2:8 BW voortvloeiende verplichting van de desbetreffende effectenhouder om met de vennootschap in overleg te treden, zijn intenties bekend te maken, in het bijzonder of hij voornemens is de controle te verwerven, en zo ja, zijn beleidsplannen ten aanzien van de vennootschap.⁹
- *Algemene vragen van vennootschapsrecht* rondom het verplicht bod. Men denke aan de vraag of de AvA of de RvC van de bieder of de doelvennootschap een recht van goedkeuring of consultatie hebben inzake het besluit van het bestuur tot het verwerven van een controlerend belang, het uitbrengen van het verplicht bod of het verlenen van medewerking aan het verplicht bod (o.m. art. 2:164/274 BW, art. 2:107a BW-wetsvoorstel 28 179 en Code Tabaksblat, nr. IV.1)¹⁰, de geoorloofdheid van beschermingsmaatregelen van de doelvennootschap tegen de verplicht bieder, de besluitvorming en vertegenwoordiging van de bieder en de doelvennootschap bij tegenstrijdig belang (Code Tabaksblat, nr. II.3 en III.6; art. 2:146/256 BW) en het verbod van steunfinanciering (art. 2:98c/207c BW).
- De vraag of er een *uittredingsmogelijkheid* (al dan niet via een biedplicht) moet bestaan *bij andere omstandigheden dan controleverwerving*, zoals delisting, omzetting, fusie, verandering van het vennootschapsdoel en vergelijkbare ingrijpende gebeurtenissen.¹¹
- De vraag of bij invoering van een biedplicht de *uitkoopregeling* (art. 2:92a/201a BW) moet worden aangepast, aldus dat het voor de verplicht bieder eenvoudiger

7 Zie voor de biedingsregels: Raaijmakers (2002/1); Schutte-Veenstra (2002/1); Van Solinge/Nieuwe Weme (1999).

8 Vgl. De Rooy (2003)

9 Zie de OK-beschikkingen inzake Breevast, Gucci en RNA, waarover Kemperink (2002/1). Vgl. Byttebier (1993), p. 583 e.v., voor soortgelijke verplichtingen in de Verenigde Staten, Frankrijk en België.

10 Vgl. ook OK 21 januari 2002, JOR 2002/28 nt. Brink (HBG) en HR 21 februari 2003, JOR 2003/57 nt. Nieuwe Weme, NJ 2003, 182 nt. Ma (HBG)

11 Men denke aan de algemene uittredingsregelingen in Italië ('diritto di recesso', art. 2437 Codice civile, waarover Van Solinge (1994), p. 188-189, met referenties) en Spanje (art. 34 LMV en art. 5 Real Decreto 1197/1991, waarover De Cárdenas Smith (2001), p. 464 e.v.).

wordt om de aandeelhouders die hun aandelen niet hebben aangemeld uit te stellen.¹² Vgl. art. 15 Richtlijn.

- *Civielrechtelijke gevolgen* van handelen in strijd met een verplicht bod-regeling. Een dergelijk handelen kan kwalificeren als onrechtmatige daad (art. 6:162 BW), onbehoorlijk bestuur of onbehoorlijk toezicht (art. 2:9, art. 2:138/248, art. 2:149/259 BW) en wanbeleid (art. 2:355 BW). Voorts kan er sprake zijn van nietige of vernietigbare besluiten (art. 2:14-15 BW) en nietige of vernietigbare rechtshandelingen (art. 3:40 BW).¹³
- *Gebruik van voorwetenschap* (art. 46 e.v. Wte 1995), zoals de vraag of de verplicht bieder buiten het bod om effecten mag blijven verwerven in de doelvennootschap en of hij grootaandeelhouders mag polsen omtrent het bod en met hen reeds een overeenkomst mag sluiten.¹⁴
- *Medezeggenschapsrecht* (WOR, Fusiecode 2000 en WEOR). Dient bijvoorbeeld de controlerend effectenhouder aan zijn OR advies te vragen omtrent het door hem uit te brengen verplicht bod? Of dient advies te worden gevraagd over de voorgenomen verwerving van de controle, die de biedplicht doet ontstaan?¹⁵
- *Mededingingsrechtelijke vragen* inzake het samengaan van de verplicht bieder en de doelvennootschap.
- *Fiscale aspecten* van het verplicht bod.
- *Bedrijfs-economische aspecten* van het verplicht bod, waaronder de financiering van het bod.

1.4. Onderzoeksopzet

Hoofdstuk 2 handelt over de grondslag van het verplicht bod. In dit kader wordt geanalyseerd of het wenselijk is dat in Nederland een verplicht bod wordt ingevoerd en wat hiermee moet worden beoogd.

In *hoofdstuk 3* wordt onderzocht op welk rechtsbeginsel de biedplicht uit de Richtlijn is gebaseerd en in hoofdlijnen aangegeven welke eisen de Richtlijn aan een biedplicht stelt. In de volgende hoofdstukken wordt op deze vereisten onderwerpsgewijs (werkingssfeer, begrip controle, te bieden vergoeding, etc.) nader ingegaan. Verder wordt in dit hoofdstuk onderzocht in hoeverre de nationale biedplicht van de door de Richtlijn voorgeschreven biedplicht mag afwijken.

Hoofdstuk 4 bevat een schets van de verplicht bod-regelingen in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Italië, Spanje en Zwitserland. Deze buitenlandse regelingen worden in de volgende hoofdstukken per onderwerp nader bespro-

¹² Zie ook het Consultatiedocument verplicht bod (2002), p. 17-18; Nieuwe Weme (2002/1), p. 213.

¹³ Vgl. Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), hoofdstuk 16.

¹⁴ Zie over voorwetenschap en openbaar bod Van de Vorst (2001), Falkena (2002) en Perrick/Chang (2002).

¹⁵ Over medezeggenschap bij openbare biedingen: Kemperink (2002/2) en Duk (2000)

ken. Door deze rechtsvergelijkende studie kan bij het ontwerpen van de Nederlandse verplicht bod-regeling, gebruik worden gemaakt van de in deze landen opgedane ervaring. Het betreft landen die reeds geruime tijd een verplicht bod-regeling kennen en een groot aandeel hebben in de – voor Nederland belangrijke – Europese kapitaalmarkt. De verplicht bod-regeling van het Verenigd Koninkrijk is in het bijzonder interessant, omdat de biedplicht uit de Richtlijn hierop voor een belangrijk deel is gebaseerd.

In *hoofdstuk 5* worden enkele voorvragen behandeld inzake de invoering van een verplicht bod-regeling in het Nederlands recht. Het betreft vragen die van belang zijn voor de vorm van de regeling en die moeten worden beantwoord voordat tot het ontwerpen van de materiële regels wordt overgegaan. Wat is de aard van de biedplicht: is het een regel van vennootschapsrecht of een regel van marktrecht? Dient de biedplicht bij wet te worden geregeld of moet worden gekozen voor een andersoortige regeling, bijvoorbeeld zelfregulering? En op welke plaats in het Nederlands recht moet de biedplicht worden neergelegd: in Boek 2 BW, de Wte 1995 of in een andere regeling? Verder wordt onderzocht of het wenselijk is dat bij statuten van de wettelijke biedplicht kan worden afgeweken en wat de verhouding moet zijn van de verplicht bod-regeling tot de bestaande regels inzake vrijwillige biedingen. Tot slot wordt de vraag beantwoord of door een onafhankelijke instantie toezicht moet worden gehouden op de naleving van de biedplicht of dat dit kan worden overgelaten aan de marktpartijen.

De werkingssfeer van de verplicht bod-regeling is voorwerp van onderzoek in *hoofdstuk 6*. Dient voor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling te worden aangesloten bij de zetel van de doelvennootschap, de plaats waar haar effecten zijn genoteerd of worden verhandeld, dan wel de plaats waar de effectenhouders zijn gevestigd? En welke verplicht bod-regeling dient van toepassing te zijn bij samenloop van verplicht bod-regelingen uit verschillende landen? Voorts wordt de vraag beantwoord of de verplicht bod-regeling slechts moet gelden voor open vennootschappen of ook voor besloten vennootschappen.

Een verplicht bod wordt uitgebracht indien de controle in de vennootschap is verkregen. In *hoofdstuk 7* wordt onderzocht hoe het begrip controle dient te worden gedefinieerd. Moet worden aangesloten bij de daadwerkelijke controle (feitelijke controle) of dient te worden gewerkt met een fictie (formele controle), bijvoorbeeld een percentage van de stemrechten of het aandelenkapitaal? En voor welk percentage moet in het laatste geval worden gekozen? Voorts wordt onderzocht of er ook een biedplicht moet gelden bij indirecte controle, bijvoorbeeld in het geval dat door controleverwerving in de moedermaatschappij ook de controle wordt verkregen in de ter beurze genoteerde dochter ('chain principle'). Verder wordt ingegaan op de vraag in hoeverre belangen van effectenhouders die met elkaar in overeenstemming handelen ('parties acting in concert'), voor de toepassing van de verplicht bod-regeling moeten worden samengeteld.

Een biedplicht is een ingrijpende verplichting die niet bij elke controleverwerving moet gelden. In *hoofdstuk 8* wordt onderzocht of het wenselijk is de controlerend

effectenhouder de mogelijkheid te bieden zich van de biedplicht te bevrijden door zijn belang binnen een bepaalde periode af te bouwen tot onder de biedgrens (gratieperiode). Daarnaast wordt bezien of de biedplicht zou moeten vervallen indien de AvA van de doelvennootschap daartoe besluit (dispensatieprocedure). Verder wordt onderzocht voor welke situaties vrijstelling van de biedplicht wenselijk is. Hierbij wordt onder meer aandacht besteed aan de positie van het AK, de anti-overvalstichting, de effectenhouder die reeds de controle heeft bij invoering van de biedplicht (bestaande situaties) en de verkrijging van de controle door een vrijwillig bod.

Hoofdstuk 9 handelt over het uitbrengen van het bod. Belangrijke vragen die hierbij aan de orde komen zijn: op welke effecten dient het bod betrekking te hebben (alleen aandelen of ook andere effecten, zoals certificaten en rechten op aandelen), welke prijs dient minimaal te worden geboden, wat dient de aard van de te bieden vergoeding te zijn (contanten of ook aandelen) en is het geoorloofd om ontbindende of opschortende voorwaarden aan het bod te verbinden? Voorts wordt ingegaan op de vraag of bij een verplicht bod beschermingsconstructies moeten worden ontmanteld, zodat de verplicht bieder de daadwerkelijke zeggenschap verkrijgt.

Hoofdstuk 10 gaat over de toezichthouder inzake het verplicht bod. De vraag wordt beantwoord door welke instantie toezicht moet worden gehouden, wat de reikwijdte en de intensiteit van het toezicht dient te zijn, over welke bevoegdheden de toezichthouder moet beschikken, welke sancties moeten kunnen worden opgelegd en wat de rechtsgang dient te zijn inzake besluiten van de toezichthouder. Voorts wordt ingegaan op de problematiek van de bevoegde toezichthouder indien verplicht bod-regelingen uit verschillende landen van toepassing zijn.

In deze studie doe ik per onderwerp voorstellen voor een wettekst. Tezamen vormen zij een proeve van een verplicht bod-regeling naar Nederlands recht, waarvan de doorlopende tekst aan het slot van dit boek is opgenomen.

2. DE GRONDSLAG VAN HET VERPLICHT BOD

'I propose to consider the sale-of-control problem from the point of view of the proposition that a controlling stockholder should not be free to sell, at least to an outsider, except pursuant to a purchase offer made equally available to other stockholders, or, put in the affirmative, that one of the rights of the minority stockholders is to have an equal opportunity with all other stockholders to participate ratably in any sale of shares pursuant to a favorable offer for the purchase of controlling shares in their corporation'

WD Andrews, *The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares*, Harvard Law Review 1965

2.1. Inleiding

In de Nederlandse literatuur is veel aandacht besteed aan het verplicht bod. Het onderwerp van verhandeling is dan veelal de inhoud van de verplicht bod-regeling (de werkingssfeer, de bieddrempel, de te bieden vergoeding, de vrijstellingen, enz.). Opmerkelijk is dat weinig aandacht wordt besteed aan de voorvraag: is er reden om een biedplicht in te voeren en wat moet daarmee worden beoogd?¹ Wat betreft dit laatste wordt vaak volstaan met de opmerking dat de biedplicht ertoe strekt de minderheids-aandeelhouder te beschermen. Ook de Richtlijn is op dit punt in gebreke.

In dit hoofdstuk wordt allereerst onderzocht of het wenselijk is dat in Nederland een verplicht bod-regeling wordt ingevoerd. Daartoe worden argumenten voor en tegen een verplicht bod-regeling geanalyseerd. De uitkomst van dit onderzoek is niet van belang voor de vraag óf Nederland een biedplicht moet invoeren. Nu de Richtlijn is aangenomen (zie hoofdstuk 3), heeft Nederland ter zake geen keuzevrijheid meer en dient het verplicht bod in het Nederlands recht te worden geïntroduceerd. Wél is de uitkomst relevant voor de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn in 2011 (zie art. 20 Richtlijn). Indien de biedplicht in de Nederlandse verhoudingen onwenselijk blijkt te zijn, kan Nederland in het kader van deze evaluatie trachten te bewerkstelligen dat de verplicht bod-regeling uit de Richtlijn wordt geschrapt of – zoals bij de beschermingsconstructies (art. 12 Richtlijn) – dat een optionele regeling wordt ingevoerd.

Daarnaast wordt in dit hoofdstuk onderzocht wat met de biedplicht moet worden beoogd. Hierbij wordt mede aandacht besteed aan het rechtsbeginsel waarop de bied-

1 Zie bijvoorbeeld het Consultatiedocument verplicht bod (2002), waarover Nieuwe Weme (2002/1), p 208

plicht uit de Richtlijn is gebaseerd (zie uitgebreid § 3.4). De strekking van de biedplicht is van belang voor de keuze van de vorm en de inhoud van de regeling. Indien bijvoorbeeld als argument voor een biedplicht slechts geldt het gevaar van machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder, is er geen of minder reden om tot een bod te verplichten bij verwerving van effecten waaraan geen zeggenschap is verbonden. Indien echter een argument is de verminderde liquiditeit van de effecten, ligt dit anders. Voor de te bieden vergoeding is het bijvoorbeeld van belang of de biedplicht de strekking heeft om de controlepremie over alle effectenhouders te verdelen. Indien dit een argument is, zal de te bieden vergoeding moeten worden gekoppeld aan de vergoeding die door de controlerend effectenhouder is betaald om de controle te verkrijgen.

2.2. Argumenten voor een verplicht bod-regeling

2.2.1. Het gelijkheidsbeginsel

a. De horizontale werking van het gelijkheidsbeginsel

Verdedigd wordt dat de biedplicht voortvloeit uit het gelijkheidsbeginsel.² Het gaat dan niet om de gelijke behandeling door de vennootschap van haar effectenhouders (verticale werking van het gelijkheidsbeginsel, vgl. art. 2:92 lid 2 BW en art. 26 FR³), maar om de gelijke behandeling van de effectenhouders door degene die de controle verwerft (horizontale werking van het gelijkheidsbeginsel).⁴

Bij een overname door middel van een openbaar bod geldt het beginsel dat de bidder alle effectenhouders van de doelvennootschap gelijk behandelt. Het openbaar bod is gericht tot alle rechthebbenden van de uitstaande effecten waarop het bod betrekking heeft en aan hen wordt hetzelfde bod gedaan. Zie art. 3 lid 1 sub a Richtlijn en art. 9h lid 1 en 2 Bte 1995.⁵ Indien deze regel van gelijke behandeling geldt bij een overname door middel van een openbaar bod, kan worden betoogd dat deze regel ook moet gelden – of wellicht reeds geldt, al dan niet op grond van de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW – bij een overname die op andere wijze plaatsvindt dan door een openbaar bod. Dit zou dan betekenen dat de controlerend effectenhouder gehouden is om de resterende effectenhouders op dezelfde wijze te behandelen als de effectenhouders waarvan hij het belang heeft overgenomen. Anders gezegd, hij moet ook de resterende effectenhouders de mogelijkheid bieden om hun effecten aan hem aan te bieden tegen de vergoeding die is betaald aan de uitgetreden effectenhouders.

2 In deze zin Hopt (1992), p. 178, Lempereur (1975), p. 129; Basaldua (1990), p. 254.

3 Anders Van Leeuwen (1990), p. 163 e.v., waarover ook § 3.4

4 Vgl. Bartman (2002), p. 36; Doorman (2002), p. 204.

5 Zie ook art. 9h lid 5 Bte 1995 ('best price rule') en art. 6b Wte 1995 (verbod van gunstiger transacties na gestanddoening)

Naar mijn mening kan de horizontale werking van het gelijkheidsbeginsel de invoering van een biedplicht niet dragen.⁶ In het algemeen vloeit uit het gelijkheidsbeginsel niet voort dat bij verwerving van één of meer effecten van een bepaalde soort, ook de overige houders van deze effecten de mogelijkheid moet worden geboden om hun effecten over te dragen tegen dezelfde voorwaarden. Ik zie niet in waarom dat anders zou zijn indien een controlerend belang is verworven. De controlerend effectenhouder dient zich jegens de overige effectenhouders te gedragen naar hetgeen door de redelijkheid en billijkheid wordt gevorderd (art. 2:8 BW). De redelijkheid en billijkheid vorderen mijns inziens niet dat de controlerend effectenhouder de uitgetreden effectenhouders en de achtergebleven effectenhouders gelijk behandelt. Een effectenhouder, en ook een controlerend effectenhouder, mag binnen bepaalde grenzen zijn eigen belangen behartigen, ook als dat ertoe leidt dat hij zijn mede-effectenhouders ongelijk behandelt. Indien deze regel wél zou bestaan, is handel in effecten – waaronder de beurshandel – niet meer mogelijk. Elke aankoop zou immers moeten worden gevolgd door een bod op alle andere effecten. Voorts zou het niet zijn toegestaan om verschillende prijzen voor effecten te betalen.

De vergelijking met de plicht van de bieder tot gelijke behandeling bij een openbaar bod gaat niet op. Het openbaar bod is een bijzondere rechtshandeling, waarvoor gezien de aard van de transactie specifieke voorschriften gelden. Het is redelijk en bevorderlijk voor het vertrouwen in de markt dat bij een dergelijke openbare kapitaalmarkttransactie voor een beperkte periode een regel van gelijke behandeling geldt. Daarbij is deze regel voor het welslagen van het openbaar bod noodzakelijk, omdat bij afwezigheid daarvan de effectenhouders ieder voor zich zullen trachten een zo gunstig mogelijke transactie te bewerkstelligen, waardoor het openbaar bod als overname-instrument niet, althans minder goed, zal werken.⁷

b. Het gelijkheidsbeginsel en de evenredige verdeling van de controlepremie

Een argument dat de invoering van de biedplicht kan dragen is dat hiermee de controlepremie over alle kapitaalverschaffers kan worden verdeeld.⁸ De controlepremie

6 In gelijke zin Timmerman (1998), p. 113-114, Bartman (2002), p. 36 e.v.; Geens (1990/1), p. 103-104; Geens (1990/2), p. 448; Mestre (1989), p. 408; Van Dyck (2000), p. 15; Wymeersch (1992/1), p. 89; Skog (1997), p. 40; Enriques (2003), p. 23.

7 Vgl. ook Davies (2002/1); Bergström/Högfeldt/Macey/Samuelsson (1995), p. 512 e.v.; Skog (1997), p. 41.

8 Enzo Krause (1996/1), p. 894; Thoma (1996), p. 1728; Meier-Schatz (1992), p. 155; Davies (2002/1), p. 3; Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 275. Zie ook Kallmeyer (1997/1), p. 440-441; Otto (1994); Lüttmann (1992/1), p. 498-499, Hamilton (2000), p. 517 e.v.; Van Dyck (2000), p. 17-18; Van Olfen (2000), p. 36; De Kluiver (1998/1), p. 257; De Kluiver (2000), p. 114, Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 163. In Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 531, merkte ik – als afwijkend standpunt – op dat aandeelhouders geen recht hebben op de controlepremie. Voortschrijdend inzicht, vooral gevoed door de hieronder vermelde werken van Berle/Means (1932) en Andrews (1965), bracht mij tot het huidige standpunt.

kan worden omschreven als het extra bedrag dat per effect boven de beurskoers (of bij niet-genoteerde effecten: een andere waarde-indicator) wordt betaald om de controle te verkrijgen.⁹ Het vraagstuk van de controlepremie moet naar mijn oordeel worden benaderd vanuit de verhouding van de kapitaalverschaffers tot het vermogen van de vennootschap. Daarin zijn alle kapitaalverschaffers gelijk gerechtigd. Zou de vennootschap worden ontbonden en vereffend (art. 2:23b lid 1 BW) of haar activa en activiteiten verkopen en overdragen en de opbrengst daarvan uitkeren, dan is het duidelijk dat alle kapitaalverschaffers naar rato van het door hen gehouden aantal (certificaten van) aandelen in de opbrengst delen.¹⁰ Dit zou niet anders moeten zijn bij een overdracht van aandelen of certificaten. Het overdragen van deze effecten is immers niet meer dan een technisch-juridische constructie om de activa en passiva van de vennootschap te doen overgaan.¹¹ De controlepremie behoort in deze visie dus toe aan de vennootschap. En omdat de kapitaalverschaffers gelijkgerechtigd zijn tot het vermogen van de vennootschap, hebben zij recht op een evenredig deel van de controlepremie. Als een aantal effectenhouders een vergoeding ontvangt waarin de controlepremie ligt besloten, incasseren deze effectenhouders tevens het deel van de controlepremie dat toekomt aan de achterblijvende effectenhouders.¹² Door een biedplicht kan worden bewerkstelligd dat de achterblijvende effectenhouders alsnog hun deel van de controlepremie ontvangen. Hiervoor is dan vereist dat ten aanzien van de te betalen vergoeding wordt aangesloten bij de prijs die is betaald om de controle te verkrijgen.¹³

- 9 Indien de controle wordt verkregen door een onderhandse aankoop (pakketverwerving), zal de beurskoers op het moment van de transactie het uitgangspunt zijn. Zo betaalde Westfield voor een 23,9%-belang in RNA aan ABP een premie van 20% boven de beurskoers, zie HR 18 april 2003, JOR 2003/110 nt Blanco Fernández, NJ 2003, 286 nt Ma (RNA). Bij controleverwerving door verschillende onderhandse aankopen of aankopen ter beurze, zal de beurskoers op het moment van de eerste verwerving als uitgangspunt moeten worden genomen. Zie voor andere definities. Rijken/Van Montfort (2002), p. 86; Barclay/Holderness (1989). Begin jaren negentig werd in Nederland bij een overname gemiddeld 37% controlepremie betaald, zie De Bruijn/Van Frederikslust (1994). In 1997 was de gemiddelde controlepremie in Europa en de Verenigde Staten respectievelijk 37% en 26%, zie Financial Times (1998). Vgl. nader over controlepremies Rijken/Van Montfort (2002); Barclay/Holderness/Sheehan (2001); Van der Elst (1999), p. 20; Bosveld/Meyer/Vorst (1997); Byttebier (1993), p. 263 e.v. en p. 759.
- 10 Vgl. A-G Ten Kate, p. 450, bij HR 24 september 1976, NJ 1978, 135 nt. B.W. (Erdal). Zie nader Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 390.
- 11 Zie ook Commissie Vennootschapsrecht (1973), p. 12.
- 12 Vgl. ook Maeijer (1975), p. 17. Dit verlies van de resterende effectenhouders wordt bevestigd door het onderzoek van Rijken/Van Montfort (2002), p. 90, waaruit blijkt dat in Nederland een exit-bod door een controlerend effectenhouder gemiddeld 32,9% lager is dan een openbaar bod door een persoon die nog geen controlerend belang heeft.
- 13 In soortgelijke zin Andrews (1965). Vgl. ook Berle/Means (1932), p. 244; Hill (1957), p. 1006 e.v., Rupprecht (1973); Clark (1986), p. 491 e.v.; Reul (1991), p. 47 e.v.; Byttebier (1993), p. 772-774; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 171.

Het verschijnsel 'controlepremie' wordt ook erkend in de Nederlandse rechtspraak en praktijk. In de Gucci-zaak¹⁴ overwoog de OK dat er gegronde reden is om aan een juist beleid van Gucci te twijfelen, omdat zij bij de uitgifte van een controlerend pakket aan 'witte ridder' PPR niet had bedongen dat PPR aan de overige aandeelhouders van Gucci een controlepremie zou betalen. Numico zal binnenkort een statutaire verplicht bod-regeling invoeren teneinde alle aandeelhouders te laten profiteren van een controlepremie.¹⁵

Een vergelijking kan worden gemaakt met 'corporate opportunities', die aan de vennootschap – en dus de kapitaalverschaffers gezamenlijk – toebehoren en daarom niet door een individuele effectenhouder mogen worden benut.¹⁶

De evenredige verdeling van de controlepremie is ook een van de doeleinden van de biedplicht uit de Richtlijn (§ 3.4). Voorts is dit de doelstelling, of één van de doelstellingen, van de verplicht bod-regeling in de onderzochte landen (zie hoofdstuk 4). Opmerkelijk is dat de verdeling van de controlepremie in de Nederlandse literatuur zelden als argument voor een biedplicht wordt genoemd.

De stelling dat de controlepremie aan de vennootschap toebehoort is niet onbetwist.¹⁷ Sommige schrijvers zijn van oordeel dat de controlepremie toebehoort aan de verkopende, al dan niet controlerend, effectenhouder en daarom niet behoeft te worden gedeeld met de resterende effectenhouders.¹⁸ Degene die door verkoop van zijn effecten de controle verschaft, mag de controlepremie incasseren. Van de controlerend effectenhouder kan niet worden geëist dat hij voor de overige effecten waarmee geen controle wordt verkregen eenzelfde hoge prijs betaalt.¹⁹ Ook wordt betoogd dat de controlepremie weliswaar een activum van de vennootschap is, doch niet over de effectenhouders moet worden verdeeld maar in de kas van de vennootschap dient te vloeien.²⁰ Een bezwaar van deze opvatting is dat aan de verkopende effectenhouders geen premie kan worden betaald, waardoor zij minder snel bereid zijn hun effecten te vervreemden. Voorts wordt aangevoerd dat de uitgetreden effectenhouders zich in

14 OK 8 maart 2001, JOR 2001/55 nt Brink (Gucci), ro 4 8

15 HFD (2004); www.numico.com.

16 Zie Easterbrook/Fischel (1982), p. 733 e.v.; Clark (1986), p. 482 e.v.; Reul (1991), p. 26 e.v., en ook Verdam (1995), p. 217 e.v. Anders Berle (1965), p. 634-636.

17 Vgl. Krause (1996/2), p. 82 e.v.; Cornelis/Grenson (1997), p. 69, Wymeersch (1992/1), p. 90, Skog (1997), p. 42 e.v.

18 Easterbrook/Fischel (1982); Byttebier (1993), p. 774; en – naar ik begryp – Raaijmakers (2001/1), p. 142

19 Zie Hommelhoff/Kleindiek (1990), p. 108; Hirsch/Hertig (1992), p. 437-438; Van Dyck (2000), p. 17-18. Vgl. ook A-G Ten Kate, p. 450, bij HR 24 september 1976, NJ 1978, 135 nt. B.W. (Erdal).

20 Vgl. Berle/Means (1932), p. 244 e.v. ('the power going with 'control' is an asset which belongs only to the corporation; and (...) payment for that power, if it goes anywhere, must go into the corporate treasury'); Berle (1958), p. 1220 e.v.; Berle (1965), p. 629; Bayne (1963), p. 60 e.v., Bayne (1969). Zie ook Reul (1991), p. 49; Byttebier (1993), p. 776-777

een andere situatie bevinden dan de achterblijvende effectenhouders en dat het gelijkheidsbeginsel daarom niet noopt om beide groepen gelijk te behandelen door een evenredige verdeling van de controlepremie.²¹ Deze opvatting gaat voorbij aan het feit dat de desbetreffende effectenhouders zich op het moment van ongelijke behandeling wel in gelijke omstandigheden bevinden. Verder wordt verdedigd dat er geen reden is om de controlepremie ook aan de achterblijvende effectenhouders te betalen, indien met de controleverwerving een fusie wordt beoogd die tot synergie leidt. De controlepremie is in deze optiek een vergoeding voor de synergie. De achterblijvende effectenhouders zouden door de waardeestijging van hun effecten in de gefuseerde vennootschap een vermogensgroei realiseren die vergelijkbaar is met de controlepremie.²² Tegen deze opvatting kan worden ingebracht dat op het moment van controleverwerving niet duidelijk is of de beoogde synergie zal worden gerealiseerd en of dit tot een koersstijging zal leiden.

Indien men van mening is dat alle kapitaalverschaffers gerechtigd zijn tot een evenredig deel van de controlepremie, zou kunnen worden betoogd dat een biedplicht desondanks overbodig is omdat alle effectenhouders ten tijde van de controleverwerving (zie § 2.3.1 sub e voor verkoop nadien) de mogelijkheid hebben om hun effecten via de beurs te verkopen en aldus een deel van de controlepremie te incasseren.²³ Dit argument overtuigt niet. Ten eerste bestaat de mogelijkheid van verkoop niet indien de controle wordt verkregen door verwervingen die niet via de beurs lopen. De buitenbeurshandel neemt de laatste jaren in omvang toe. Daarbij is er in Nederland sprake van een relatief hoge concentratie van aandelen, onder meer bij institutionele beleggers (§ 8.5.1). Pakketten worden niet via de beurs overgedragen.²⁴ Dit zou een argument kunnen zijn om, zoals in Japan (§ 4.1), te bepalen dat de biedplicht slechts geldt indien de controle is verkregen door aankopen buiten de beurs. In de tweede plaats zijn niet alle effectenhouders in staat om tijdig hun effecten via de beurs aan te bieden. Niet ongebruikelijk is dat in zeer korte tijd, soms binnen enkele uren, een groot belang wordt opgebouwd (een zgn. 'dawn raid').²⁵ Doorgaans zullen dan alleen grote, goed geïnformeerde professionele partijen tijdig kunnen reageren. Dit bezwaar kan echter worden weggenomen door te verbieden dat in een korte periode een belang wordt opgebouwd. Aldus bijvoorbeeld The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares (SARs) van het Verenigd Koninkrijk.²⁶

21 Meyer (2002), § 35 WpÜG, Rn. 7.

22 Baums (1989), p. 1379; zie ook § 2.2.6 Barclay/Holderness (1992), p. 282 e.v., p. 292, constateerden in de Verenigde Staten een gemiddelde koersstijging van de aandelen van de doelvennootschap van 16-25% in de periode van één jaar na controleverwerving.

23 Van Dyck (2000), p. 25.

24 Dit was in Italië een reden voor invoering van de biedplicht (§ 4.6)

25 Vgl. DeMott (1983), p. 975 e.v.

26 Zie over de SARs Palmer, § 12 346 e.v. (1999); Gower/Davies (2003), p. 712 e.v.; Kenyon-Slade (2004), nr. 8.23 e.v.

Tot slot moet worden opgemerkt dat de controlepremie ook op andere wijze dan door een verplicht bod aan de achterblijvende effectenhouders kan worden betaald. Men denke aan een plicht inhoudende dat de controlerend effectenhouder die een premie heeft betaald, deze premie ook aan de resterende effectenhouders betaalt zonder dat zij hun effecten dienen over te dragen en voorts aan een regel die behelst dat aan de achterblijvende effectenhouders door de vennootschap een bijzonder dividend wordt uitgekeerd. Zie nader § 2.3.1 sub c.

2.2.2. *Machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder*

Een controlerend effectenhouder heeft het in zijn macht om de overige effectenhouders te benadelen.²⁷ Dit gevaar van machtsmisbruik is naar mijn oordeel voldoende reden voor invoering van een verplicht bod-regeling.²⁸ Nederland kent weliswaar verschillende voorschriften die bescherming bieden tegen machtsmisbruik (§ 2.3.1 sub a), maar van een gesloten stelsel is geen sprake en zal ook nimmer sprake zijn (§ 2.3.1 sub c). Volledige bescherming kan slechts worden geboden door de effectenhouders de mogelijkheid te bieden de vennootschap via een verplicht bod te verlaten. Het anderszins verkopen van de effecten zal niet altijd mogelijk zijn of een oplossing bieden (§ 2.3.1 sub e).

Het bieden van bescherming tegen machtsmisbruik is ook één van de doeleinden van de biedplicht uit de Richtlijn (§ 3.4). Voorts is dit (mede) de strekking van de verplicht bod-regeling uit het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Spanje en Zwitserland (hoofdstuk 4). Indien in de Nederlandse literatuur over het doel van de biedplicht wordt geschreven, wordt doorgaans het voorkomen van machtsmisbruik als strekking van de regeling genoemd.

Het gevaar van machtsmisbruik bestaat vooral bij een controlerend aandeelhouder, en in mindere mate bij een controlerend certificaathouder (§ 7.4.3 sub a). Machtsmisbruik door een houder van effecten waaraan geen stemrechten zijn verbonden, bijvoorbeeld opties of converteerbare obligaties, zal zelden voorkomen (§ 7.4.3 sub h). De benadeling zal zich niet beperken tot de houders van aandelen en certificaten. Ook andere effectenhouders kunnen hierdoor worden getroffen (vgl. § 9.5.1).

27 Vgl. Frei (1996), § 5.3.2; Barclay/Holderness (1989), Wymeersch (1991/1), p. 630, Wymeersch (2002), p. 540-541, Andrews (1965), p. 517 e.v.; Byttebier (1993), p. 774 e.v.; Van Dyck (2000), p. 11 e.v.; Hirsch/Hertig (1992), p. 435; Consultatiedocument verplicht bod (2002), p. 3, Van den Ingh (1994), Schmidt (2004), p. 315-340, 412-426.

28 Enzo Lüttmann (1992/1), p. 501 e.v.; Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 275. Vgl. ook Davies (2002/1), p. 11-12, Gower/Davies (2003), p. 730: 'Underlying the principle [van de biedplicht, MNW] is the view that the prospects of minority shareholders in a company depend crucially upon how the controllers of the company exercise their powers and that the provisions of company law (...) are not capable of protecting minority shareholders against unfair treatment, at least not in all cases.' Anders Skog (1997), p. 44 e.v.; Wymeersch (1992/2), p. 358. Zie ook Enriques (2003), p. 18-23.

De benadeling kan verschillende vormen hebben. De controlerend aandeelhouder heeft beslissende invloed in de AvA, kan de samenstelling van het bestuur en de RvC bepalen en heeft een informatievoorsprong op de overige effectenhouders. Deze positie kan de controlerend effectenhouder gebruiken om met de vennootschap transacties aan te gaan op niet-zakelijke gronden, welke transacties vaak niet zichtbaar zijn voor de buitenwereld ('tunneling'), of druk uit te oefenen op het bestuur om hem anderszins bijzondere voordelen toe te kennen ('private benefits of control')²⁹ en voorts om zich 'corporate opportunities' toe te eigenen³⁰ of te handelen met voorkennis. Ook kan de controlerend effectenhouder bewerkstelligen dat er, tegen de wil van de overige effectenhouders, geen dividend wordt uitgekeerd³¹ of dat hun belang door een uitgifte wordt verwaterd³². Voorts is denkbaar dat de controle wordt verworven door een concurrent van de doelvennootschap die vervolgens – teneinde zijn eigen marktaandeel te verhogen – activiteiten van de doelvennootschap beëindigt.³³

Dit gevaar van machtsmisbruik wordt groter door de huidige toename van zeggenschap van aandeelhouders en certificaathouders en de vermindering van de mogelijkheid om beschermingsmaatregelen te treffen en overeind te houden teneinde minderheidseffectenhouders te beschermen (§ 2.2.9).

Een kanttekening die moet worden geplaatst, is dat een controlerend effectenhouder slechts in de minderheid van de gevallen misbruik lijkt te maken van zijn posi-

29 Westfield, grootaandeelhouder in RNA, was voornemens het beheer van het vastgoed van RNA over te dragen aan het management van Westfield, waarvoor, naar het oordeel van RNA, een te hoge vergoeding aan RNA in rekening zou worden gebracht. Zie RNA (2001); Stichting Belangenbehartiging Beleggers RNA (2001), OK 16 oktober 2001, JOR 2001/251 nt Blanco Fernández, OK 22 maart 2002, JOR 2002/82 nt. Van den Ingh (RNA). Men denke ook aan de verkoop van activa van de doelvennootschap tegen een lagere prijs dan de marktwaarde en het verstrekken van leningen tegen voor de doelvennootschap onaantrekkelijke voorwaarden. Zie bijvoorbeeld de Zinkwitszaak (OK 27 mei 1993, NJ 1993, 724), waarin de controlerend aandeelhouder met vermogensbestanddelen van de vennootschap schoof en haar dwong aandelen te verwerven in een andere vennootschap waarin de controlerend aandeelhouder een belang had. Zie ook OK 17 april 1997, JOR 1997/81 nt. I; NJ 1997, 672 nt. Ma (Bobel). Zie voorts Johnson/La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (2000), Barclay/Holderness (1992), p. 268 e.v.; Timmerman (2002/1), p. 411 e.v., Timmerman (2003), p. 81 e.v.; Lüttmann (1992/1), p. 502; De Groot (2003), p. 520 e.v. Blijkens onderzoek van Van Kampen/Van de Kraats (1995) is de aandelenkoers van vennootschappen met een dominante aandeelhouder gemiddeld lager dan de aandelenkoers van vennootschappen zonder zulk een aandeelhouder, welk verschil volgens hen wordt veroorzaakt door 'private gains' van de dominante aandeelhouder ten koste van de overige aandeelhouders. Evenzo Chang/Mayers (1995). Zie voor tegen- gestelde bevindingen: § 2.3.3 sub f

30 Vgl. Verdam (1995)

31 Vgl. Hof Arnhem 26 mei 1992, NJ 1993, 182 nt. Ma (Uniwest/Van Klaveren), OK 24 april 2003, JOR 2003/166 (Emba)

32 Zie Pres.Rb. Haarlem 8 mei 1990, KG 1990, 247; TVVS 1991, p. 102-103 nt. Slagter (Keizer Papier), voor een uitgifte met uitsluiting van het voorkeursrecht uitsluitend om daarmee het gebruik van de geschillenregeling (art. 2 336 BW) te frustreren. Vgl. Slagter (1994/2) voor een emissie om de toepassing van de uitkoopregeling (art. 2 92a BW) mogelijk te maken.

33 Baums (1989), p. 1379; Lüttmann (1992/1), p. 501.

tie.³⁴ Door een biedplicht worden echter alle controlerende effectenhouders geraakt. Een preventieve biedplicht kan derhalve een inefficiënte regeling zijn. Een mogelijke oplossing, waaraan echter verschillende bezwaren zijn verbonden en die niet is geoorloofd volgens de Richtlijn, is een biedplicht die slechts geldt indien daadwerkelijk benadeling plaatsvindt of dreigt (zie § 7.2.2).

Overigens kan een biedplicht ook de oorzaak zijn van misbruik, namelijk indien de controlerend effectenhouder het verplicht bod financiert met vermogen dat onrechtmatig aan de doelvennootschap wordt onttrokken.³⁵ Zie ook § 2.3.3 sub a.

2.2.3. De concurrentiepositie van Nederland

a. Kapitaalkosten van Nederlandse ondernemingen

Een argument voor invoering van een biedplicht is de concurrentiepositie van Nederlandse ondernemingen.³⁶ Een kapitaalmarkt waarin kapitaalverschaffers goed worden beschermd stimuleert het aanbod van financiering waarvoor een relatief lage vergoeding wordt gevraagd. Geringe bescherming van de kapitaalverschaffers gaat gepaard met een risico-opslag.³⁷ Het is zelfs mogelijk dat beleggers de Nederlandse kapitaalmarkt mijden omdat er voor Nederlandse vennootschappen geen biedplicht geldt.³⁸ In dit verband moet in ogenschouw worden genomen dat alle belangrijke Europese landen een biedplicht kennen (hoofdstuk 4). Adequate bescherming heeft dus een drukkende werking op de kapitaalkosten ('capital costs') van Nederlandse

34 Vgl. Hirsch/Hertig (1992), p. 435; Wymeersch (1992/1), p. 89; Davies (2002/1), p. 12; Skog (1997), p. 47; Kaisanlahti (1997), p. 5.

35 Enzo Van Dyck (2000), p. 13

36 Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 275. Vgl. ook Consultatiedocument verplicht bod (2002), p. 3.

37 Enzo Davies (2002/2), p. 216; Timmerman/Doorman (2002), p. 3. Vgl. voor economisch onderzoek. La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1997); La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (2000), Kroeze (2004), p. 146-153. Zie ook Daeniker (1998), p. 206, die crop wijst dat Zwitserse vennootschappen die de biedplicht bij statuten buiten toepassing verklaren (§ 5.5.3 sub b), een koersdaling kunnen verwachten.

38 Vooral door de overnamestrijd om Gucci en RNA is het Nederlandse ondernemingsrecht door de internationale financiële media in een negatief daglicht geplaatst. Door deze zaken werd het voor veel buitenlandse investeerders duidelijk dat in Nederland door beursaankopen of verwerving van pakketten de controle in een vennootschap kan worden verkregen zonder dat daarbij de verplichting ontstaat om een bod uit te brengen op de overige aandelen. Vgl. The Wall Street Journal (2000): 'The Gucci case left many critics with the perception that the Netherlands isn't a shareholder-friendly country' Zie ook Financial Times (2001): 'Amsterdam has many delights, but investor-friendly takeover contests are not among them. Westfield Holdings is the latest company to seek control of an Amsterdam-listed rival without making a full offer for the equity.'

ondernemingen en komt daardoor de concurrentiekracht van Nederlandse ondernemingen ten goede.³⁹

Bij dit argument moeten echter kanttekeningen worden geplaatst. Allereerst kan een verdergaande vorm van bescherming ook worden gerealiseerd door regelingen die minder bezwaren hebben dan een biedplicht (zie nader § 2.3.1 sub c). Voorts is het argument van de concurrentiepositie gebaseerd op de algemene regel dat een toename van bescherming tot lagere financieringskosten leidt. Economisch onderzoek naar de vraag of dit effect ook optreedt bij invoering van een biedplicht in Nederland, is niet verricht.⁴⁰ Het is wenselijk, gelet ook op de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn (zie art. 20 Richtlijn), dat hiernaar een economische studie wordt gedaan. Verder kan worden gesteld dat het Nederlandse ondernemingen vrij staat om te kiezen voor een buitenlandse rechtsvorm waarvoor wel een verplicht bod-regeling geldt. Een dergelijke overgang is echter bezwaarlijk, vooral voor bestaande beursvennootschappen. Daarbij zou deze ontwikkeling ongewenst zijn en er juist voor pleiten om een biedplicht in te voeren (zie § 2.2.3 sub b). Tot slot kan worden opgemerkt dat een Nederlandse vennootschap die behoefte heeft aan een biedplicht, een dergelijke regeling in haar statuten kan opnemen. Voor bestaande beursvennootschappen is dit evenwel niet altijd mogelijk. Daarbij is de rechtsgeldigheid van een statutaire biedplicht niet onbetwist. Zie nader § 2.3.1 sub d.

b. De vlucht naar buitenlandse rechtsvormen waarvoor wel een biedplicht geldt

De Nederlandse vennootschap moet in toenemende mate concurreren met buitenlandse vennootschapsvormen.⁴¹ Indien Nederlandse ondernemingen wegens het ontbreken van een biedplicht alhier zouden kiezen voor het gebruik van buitenlandse rechtsvormen waarvoor wel een biedplicht geldt, is dat een argument voor invoering van een verplicht bod-regeling. Een dergelijke vlucht in buitenlandse rechtsvormen is om meerdere redenen ongewenst, bijvoorbeeld omdat hierdoor niet langer Neder-

39 Zie Shleifer/Wolfenzon (2002) voor andere positieve effecten van adequate bescherming van aandeelhouders. Concurrentieoverwegingen lagen ook ten grondslag aan de codificering en aanpassing van de Duitse biedplicht die sinds 1 januari 2002 is geregeld in het WpÜG (zie § 4.3). Vgl. ook Kallmeyer (1997/1), p. 441 e.v.; Assmann (1995), p. 563, 570 ('Die Sicherung der Reputation des Finanzplatzes Deutschland verlangt ganz offenbar die Einhaltung gewisser regulatorischer Anforderungen, wie sie den Vorstellungen der 'financial community' als internationale Standards vorschweben').

40 Vgl. ook VEUE (2002), p. 3; VNO-NCW (2002), p. 1-2; Nieuwe Weme (2002/1), p. 207-208.

41 Zie art. 43 en 48 EG-Verdrag; HvJEG 9 maart 1999, JOR 1999/117 nt Van Solinge; NJ 2000, 48 nt. PV (Centros); HvJEG 5 november 2002, JOR 2003/4 nt Van Solinge; NJ 2003, 58 nt. PV (Überseering); HvJEG 30 september 2003, JOR 2003/249 nt. Vossestein (Inspire Art).

landse, maar buitenlandse advocaten, notarissen, accountants, et cetera zullen worden ingeschakeld.⁴²

Mijn waarneming is dat van een dergelijke vlucht geen sprake is⁴³, zodat een biedplicht hier waarschijnlijk niet op kan worden gebaseerd. Dit laat onverlet dat nader empirisch onderzoek wenselijk is inzake de vraag of de biedplicht de Nederlandse vennootschap als rechtsvorm aantrekkelijker maakt.

Overigens is het ook mogelijk dat juist de invoering van een verplicht bod-regeling de Nederlandse vennootschap minder attractief maakt en ertoe leidt dat Nederlandse vennootschappen – bijvoorbeeld vennootschappen met een grootaandeelhouder – voor een buitenlandse rechtsvorm kiezen waarvoor geen biedplicht geldt.^{44,45}

c. Nederland als vestigingsplaats voor buitenlandse ondernemingen

De aantrekkelijkheid van Nederland als land om een onderneming te vestigen of een vennootschap ter beurze te noteren, wordt mede bepaald door de beschikbare rechtsvormen en de daarop van toepassing zijnde regels. Indien een buitenlandse partij het Nederlands recht minder aantrekkelijk acht, kan dit een reden zijn om voor een ander land te kiezen.⁴⁶ Dit kan voor Nederland een verlies betekenen van investeringen, werkgelegenheid, belastingopbrengsten, en dergelijke. Indien Nederland wordt gemeden als vestigingsplaats vanwege het ontbreken van een biedplicht, is dat een argument voor een verplicht bod-regeling. Hierover bestaat echter onvoldoende informatie. Nader onderzoek is derhalve gewenst.

42 Vgl. The Company Law Review Steering Group (2001), nr. 1.13, inzake modernisering van het Engelse vennootschapsrecht: 'While the economic activity associated with a particular company can increasingly be located anywhere, the place of incorporation still benefits from significant related activities, particularly financial and professional services and activities surrounding top management'.

43 Ik heb deze vraag de afgelopen jaren ook aan verschillende notarissen, advocaten en bankiers voorgelegd, wat niet tot een ander inzicht leidde. Een aanwijzing is ook dat de belangenorganisaties VEUO (2002), p. 2-3, en VNO-NCW (2002), p. 5-6, tegen een biedplicht pleiten.

44 Blijkens het voorlopige prospectus (12 mei 2000) inzake de – uiteindelijk afgeblazen – beursgang van DSB Groep was een motief voor de keuze voor een holdingvennootschap naar Nederlands-Antilliaans recht, dat de vennootschap niet zou worden geraakt door de invoering van een verplicht bod-regeling in Nederland.

45 Vgl. ook het onderzoek van Daines (2001) waaruit blijkt dat het feit dat het vennootschapsrecht van de staat Delaware sterk afwijkt van het recht van de meeste andere staten, er niet aan in de weg heeft gestaan dat circa de helft van de 500 grootste ondernemingen in de Verenigde Staten voor het recht van Delaware heeft gekozen. Zie voorts Forstinger (2002), p. 18 e.v.

46 Zie ook The Company Law Review Steering Group (2001), nr. 1.13: 'Company law is also a factor in wider international competitiveness. Globalising markets provide real choice as to where to locate economic activity and which jurisdiction to adopt. Our company law needs to be internationally competitive, to ensure that we retain our existing companies and attract new ones.'

2.2.4. Een onverstoorde verkoopbeslissing van de effectenhouders (undistorted choice)

Een verplicht bod-regeling garandeert dat de effectenhouders een onverstoorde keuze ('undistorted choice') kunnen maken bij een zgn. 'two-tier offer'⁴⁷ en bij een onderhandse, stapsgewijze opbouw van een controlerend belang.⁴⁸ Door deze overname-methodes worden effectenhouders in feite gedwongen om hun effecten aan te bieden onder het eerste openbaar bod resp. tijdens het opbouwen van het belang, omdat zij anders de controlepremie mislopen (§ 2.2.1 sub b) en achterblijven in een situatie waarin zij kunnen worden benadeeld door de controlerend effectenhouder (§ 2.2.2). De reden dat effectenhouders hun effecten aanbieden is dus niet gelegen in het feit dat zij van oordeel zijn dat de geboden vergoeding de waarde van de onderneming weergeeft. Anders gezegd, zonder deze verstoring van de verkoopbeslissing ('distorted choice') zouden de effectenhouders een hogere prijs voor hun effecten hebben gevraagd. Door een biedplicht is deze dreiging niet aanwezig en kunnen de effectenhouders een onverstoorde beslissing nemen.

Two-tier offers zijn naar mijn oordeel geen reden om een verplicht bod-regeling in te voeren. Dergelijke overnames worden immers reeds tegengegaan door het voorschrift dat een partieel bod niet tot gevolg mag hebben dat de controle wordt verkregen (art. 9k sub g en art. 9j lid 7 Bte 1995).⁴⁹ Voorts is de druk op de effectenhouders om op zeer korte termijn hun effecten aan te melden teneinde gebruik te kunnen maken van het bod, weggenomen door de regel dat de partieel bieder de aangeboden effecten proportioneel aanvaardt (art. 9j lid 5 en art. 9l lid 5 Bte 1995).^{50,51} Het tegengaan van het stapsgewijs opbouwen van een controlerend belang is daarentegen wel een argument voor invoering van een biedplicht. Tegen deze overnametechniek biedt de wet de effectenhouders immers geen bescherming, terwijl de mogelijkheid voor het bestuur van de doelvennootschap om hiertegen op te treden door het treffen van beschermingsmaatregelen onder druk staat (§ 2.2.9).

47 Een 'two-tier bid' of 'two-tier front-end loaded offer' is een overnamemethode die bestaat uit twee stappen. De eerste stap houdt in een openbaar bod tegen een hoge of redelijke vergoeding dat is gericht op verkrijging van slechts een dusdanig gedeelte van de effecten (bijvoorbeeld 30%) dat net de controle wordt verkregen. Vervolgens worden de overige effecten tegen een veel lagere vergoeding ('mop up price') verworven, al dan niet via een openbaar bod.

48 Enzo DeMott (1983), p. 991 e.v.; Baums (1989), p. 1378; Davies (2002/1), p. 4-11. Vgl. ook Bebchuk (1985), p. 1761 e.v.; Clark (1986), p. 545-546; Carney (2000), p. 56 e.v.; Lüttmann (1992/1), p. 479-498. Het tegengaan van 'two-tier front-end loaded offers' was waarschijnlijk een van de motieven van de biedplicht uit de Richtlijnvoorstellen 1989 en 1990, zie § 3.4.

49 Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 158 e.v.

50 Zie ook Lüttmann (1992/1), p. 498.

51 Nu in Nederland ingevolge de Richtlijn een verplicht bod-regeling zal worden ingevoerd, kunnen genoemde regels inzake partiële biedingen mijns inziens worden geschrapt.

2.2.5. De verminderde verhandelbaarheid van de effecten

Door het verwerven van de controle neemt de ‘free float’ af, waardoor de liquiditeit van de effecten vermindert. Dit kan tot gevolg hebben dat de effecten moeilijker verhandelbaar – of zelfs onverhandelbaar – worden. Verdedigd kan worden dat in een dergelijke situatie de resterende effectenhouders de mogelijkheid moet worden geboden om de vennootschap te verlaten door middel van een verplicht bod.⁵²

Naar mijn oordeel is dit geen grond voor een verplicht bod bij controleverwerving. Het verkrijgen van de controle zal – afhankelijk van de invulling van het begrip controle – betekenen dat circa 30%-50% van de effecten in één hand is. Dit zal de verhandelbaarheid van de effecten beïnvloeden, maar doorgaans niet tot gevolg hebben dat de effecten moeilijk of niet verhandelbaar worden. Hiervan is eerst sprake bij een hogere concentratiegraad, bijvoorbeeld 90%. Een biedplicht bij controleverwerving louter om deze reden is daarom buitenproportioneel. Een oplossing voor de situatie dat de effecten onverhandelbaar zijn geworden, is een uittredingsregeling – al dan niet in de vorm van een biedplicht – die geldt bij verwerving van een belang van meer dan 90% of 95% van de effecten (‘sell-out right’, zie § 2.3.1 sub c).

2.2.6. Wijziging van het beleid en de identiteit van de vennootschap

Kapitaalverschaffers die deelnemen in een vennootschap doen dat doorgaans omdat zij vertrouwen hebben in het bestuur en de RvC (in het bijzonder hun visie en beleid), de structuur van de vennootschap, de ontwikkelingsmogelijkheden en investeringskracht, enzovoort. Door controleverwerving wordt deze situatie veelal gewijzigd. De vennootschap wordt een andere dan waarin oorspronkelijk is geïnvesteerd, wat voor de resterende effectenhouders reden kan zijn om de vennootschap te verlaten. Verdedigd kan worden dat er daarom bij controleverwerving een biedplicht moet gelden.⁵³

De controlerend effectenhouder kan verschillende veranderingen aanbrengen in de vennootschap. Hij kan wijzigingen doorvoeren in het bestuur en de RvC en in de structuur van de vennootschap, bijvoorbeeld door fusie (art. 2:309 e.v. BW), splitsing (art. 2:334a e.v. BW), omzetting (art. 2:18 BW) of verkoop van de onderneming of een

52 SCGOP (2002), p. 2.

53 Aldus bijvoorbeeld Lüttmann (1992/1), p. 499 e.v., Bartman (2002); Consultatiedocument verplicht bod (2002), p. 3. Timmerman (2003), p. 91-92, bepleit een algemeen uittredingsrecht in besloten verhoudingen indien de vennootschap besluiten neemt die ertoe leiden dat het karakter van het aandeelhouderschap verandert. Vgl. ook Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 170-171; Wymeersch (1991/1), p. 630; Van Dyck (2000), p. 10-11, 19. Ingevolge de Franse verplicht bod-regeling (art. 5-6-6 en 5-6-7 Règlement Général du CMF) kan de toezichthouder aan de controlerend effectenhouder een biedplicht opleggen bij, samengevat, een wijziging van de structuur of identiteit van de onderneming, vgl. Viandier (2003), nr. 2600 e.v. Zie voorts de Spaanse verplicht bod-regeling (art. 5 Real Decreto 1197/1991), volgens welke er een biedplicht geldt voor de houder van 50% of meer van de aandelen die voornemens is de statuten te wijzigen.

belangrijke dochtervennootschap. Ook kan hij, voor hem gunstige, oligarchische regelingen invoeren. Voorts is het mogelijk dat de vennootschap door de controleverwerking wordt vrijgesteld van het structuurregime of wordt onderworpen aan het verzwakte regime, waardoor belangrijke bevoegdheden van de RvC naar de AvA – dat wil zeggen naar de controlerend effectenhouder – overgaan (art. 2:153 lid 3 en art. 2:155 BW). Verder kunnen er wijzigingen plaatsvinden in het dividend- en investeringsbeleid. Men denke bij dit laatste aan een beleggingsmaatschappij wier vermogen risicovrij is belegd, maar waarvan de nieuwe controlerend effectenhouder eist dat meer de nadruk wordt gelegd op risicovolle projecten. Een ander voorbeeld is een bank die zich slechts bezighoudt met milieuvriendelijke projecten en door de nieuwe controlerend effectenhouder wordt gedwongen te investeren in de olie- en auto-industrie.

Naar mijn oordeel zijn deze wijzigingen geen grond voor een biedplicht. Een onderneming is voortdurend in beweging, onder meer door nieuwe inzichten en door ontwikkelingen in de markt en de regelgeving. Verder vinden er constant veranderingen plaats in de samenstelling van het bestuur en de RvC en in de structuur van de vennootschap. In deze gevallen bestaat er geen wettelijke uittredingsmogelijkheid. Ik zie niet in waarom die er wel zou moeten zijn als de wijzigingen worden veroorzaakt door een nieuwe controlerend effectenhouder.⁵⁴ Bovendien kunnen effectenhouders van een NV wier effecten zijn genoteerd of geregeld worden verhandeld hun effecten vervreemden indien zij zich niet in de nieuwe situatie kunnen vinden. Zie § 2.3.1 sub e voor kanttekeningen bij dit argument. Bij besloten vennootschappen kunnen de bestaande aandeelhouders via de blokkeringsregeling (art. 2:87/195 BW) vaak – maar niet altijd – voorkomen dat een hun ongevallige persoon een controlerend belang verwerft en wijzigingen doorvoert (§ 2.3.1 sub f). Overigens is het zeer wel mogelijk dat de situatie van de resterende effectenhouders door de wijziging van het beleid en de identiteit van de vennootschap niet verslechtert, maar juist verbetert ('shared benefits of control').⁵⁵

2.2.7. *Compensatie voor de waardedaling van de resterende effecten*

De verkrijging van een controlerend belang kan een drukkend effect hebben op de waarde van de overige effecten van de vennootschap.⁵⁶ De waardedaling kan het gevolg zijn van bijvoorbeeld het gevaar van machtsmisbruik, het nieuwe beleid van de controlerend effectenhouder, de verminderde verhandelbaarheid van de effecten⁵⁷

54 Vgl. ook Davies (2002/1), p. 12-13; Wymeersch (1991/2), p. 229-230; Van Dyck (2000), p. 11.

55 Evenzo Van Dyck (2000), p. 10; Barclay/Holderness (1992), p. 268 e.v.; Shleifer/Vishny (1986); De Groot (2003), p. 520. Zie ook § 2.2.1 sub b.

56 Vgl. Wouters (1991), p. 19.

57 Zie Rebers (2001), p. 33.

of het verlies van 'takeover value'⁵⁸. Betoogd zou kunnen worden dat deze waardedaling een reden is om de effectenhouders door middel van een verplicht bod een uitstapmogelijkheid te bieden. In dat geval zou de te bieden vergoeding een compensatie voor het waardeverlies moeten bevatten.

Naar mijn oordeel behoren deze waardedalingen tot het normale beleggingsrisico. Ik zie dan ook geen reden om de effectenhouders voor dit verlies te compenseren. Indien er wel reden zou zijn voor compensatie, kan deze ook plaatsvinden op een andere wijze dan door middel van een verplicht bod waaraan diverse bezwaren kleven (zie § 2.3.1 sub c).

2.2.8. Verlies van rechten die aan het effect zijn verbonden

Indien een groot gedeelte van de effecten is geconcentreerd bij één effectenhouder, kunnen de overige effectenhouders daardoor bepaalde rechten die aan het effect zijn verbonden niet meer uitoefenen. Gesteld zou kunnen worden dat dit verlies een reden is voor een biedplicht.

Er kunnen rechten verloren gaan bij overschrijding van de volgende zes drempels: 30%-33⅓%, 50%, 66⅔%, 90%, 95% en 99% van de stemrechten of het geplaatst kapitaal. Indien de controlerend effectenhouder 33⅓% of meer van de stemrechten verkrijgt, heeft hij een blokkerende positie ('blocking minority') ten aanzien van besluiten waarvoor een gekwalificeerde meerderheid van 66⅔% is vereist.⁵⁹ Men denke aan het doorbreken van een bindende voordracht van een bestuurder (art. 2:133 lid 2 BW) en het terzijde stellen van de eisen waaraan de commissarissen moeten voldoen (art. 2:142 lid 1 BW). De overige aandeelhouders zijn dan niet langer in staat om de AvA dergelijke besluiten te doen nemen. Art. 4 Richtlijnvoorstellen 1989 en 1990 verplichtte tot het doen van een bod bij verwerving van 33⅓% van de stemrechten, omdat dan sprake is van een blokkerende minderheid bij een aantal belangrijke beslissingen in de tweede en derde EG-richtlijn en in het voorstel voor een vijfde EG-richtlijn.⁶⁰ Degene die meer dan 30% van het geplaatst kapitaal van een open NV verschaft, kan voorkomen dat bij de OK een verzoek wordt gedaan tot ontmanteling van beschermingsconstructies in de zin van art. 2:359b BW-wetsvoorstel 25 732. Bij vennootschappen met een verspreid aandelenbezit heeft degene die circa 30% van de stemrechten verkrijgt doorgaans ook de macht in de AvA (§ 7.4.2). De overige aandeelhouders verliezen dan de mogelijkheid om de AvA in het algemeen

58 Ik versta hieronder het deel van de waarde van een effect dat is gebaseerd op de verwachting dat er op enig moment een openbaar bod wordt uitgebracht, waardoor een controlepremie kan worden geïncasseerd. Indien een derde de controle in de vennootschap verkrijgt, zal de kans op een openbaar bod en dus het incasseren van de controlepremie afnemen, in welk geval ook de takeover value en derhalve de koers van het effect zal dalen. Vgl. ook Andrews (1965), p. 519 e.v.; Van Spengler (1992), p. 22; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 170-171.

59 Vgl. ook Bernet (1998), p. 216; Van Spengler (1992), p. 22.

60 Bouwes (1991), p. 28; Clausen/Sørensen (1999), p. 189; Skog (1997), p. 19.

besluiten te doen nemen. Bij andere vennootschappen ligt deze grens in de regel op 50%. Bij verkrijging van meer dan 66⅔% van het geplaatst kapitaal van een besloten vennootschap, kunnen de overige aandeelhouders niet langer een vordering indienen tot uitstoting (art. 2:336 BW) of overgang van stemrecht (art. 2:342 BW), bijvoorbeeld van de controlerend effectenhouder. Bij overschrijding van de 90%-drempel vervalt het recht voor de overige kapitaalverschaffers om een rechterlijke machtiging te verzoeken tot bijeenroeping van een AvA (art. 2:110 BW) en een enquêteverzoek in te dienen (art. 2:346 sub b BW). Overschrijding van de 95%-grens kan leiden tot verlies van het recht om bij een voorgenomen fusie of splitsing het bestuur te verzoeken een AvA bijeen te roepen die daarover moet besluiten (art. 2:331 lid 3 en art. 2:334ff lid 3 BW). En bij overschrijding van de 99%-grens kan het agenderingsrecht verloren gaan (art. 2:114a BW-wetsvoorstel 28 179). Verschillende drempels kunnen statutair worden verlaagd. Voorts kunnen bij statuten, overeenkomst of anderszins ook andere rechten zijn toegekend, die verloren gaan bij een bepaalde concentratiegraad.

Naar mijn oordeel is het voorgaande onvoldoende reden voor invoering van een biedplicht. Het verlies van de mogelijkheid om de AvA besluiten te doen nemen is een logisch gevolg van de aandeelhoudersdemocratie. Het verlies van de meeste overige rechten is onvoldoende zwaarwegend voor een biedplicht. Het vervallen van de uitstootmogelijkheid is ingrijpend maar niet onoverkomelijk, omdat onverkort gebruik kan worden gemaakt van de uittredingsregeling van art. 2:343 BW (gedwongen overname), die immers geen eisen stelt aan de omvang van het aandelenbezit. Het verlies van het enquêterecht is wel een aanzienlijke aantasting van de bescherming van kapitaalverschaffers en zou reden kunnen zijn voor een biedplicht. Het enquêterecht heeft zich ontwikkeld tot wellicht het belangrijkste instrument ter bescherming van minderheidseffectenhouders tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder.⁶¹ In de praktijk gaat het recht van enquête echter niet verloren bij overschrijding van de 90%-grens, omdat ook om een enquête kan worden verzocht indien verzoekers rechthebbende zijn op een bedrag van (certificaten van) aandelen van € 225.000,- of zoveel minder als de statuten bepalen (art. 2:346 sub b BW). Bij een 90%-concentratie zal het enquêterecht dus slechts verloren gaan voor kleine vennootschappen met een laag nominaal aandelenkapitaal. Dit zijn doorgaans BV's en besloten NV's, die echter bescherming genieten van de uittredingsregeling (art. 2:343 BW). Blijft over de kleine open NV, voor wier kapitaalverschaffers het verlies van het enquêterecht zwaar kan vallen. Verkoop van hun effecten zal niet altijd mogelijk zijn (§ 2.3.1 sub e). Dit is echter onvoldoende grond om een algemene biedplicht in te voeren. Voor deze groep kan een andere oplossing worden gezocht, bijvoorbeeld door hen onder het bereik van de uittredingsregeling van art. 2:343 BW te brengen.

61 Evenzo Timmerman (2002/1), p. 413 e.v.; Timmerman (2003), p. 84 e.v

2.2.9. *Compensatie voor het verlies van beschermingsconstructies*

Een argument voor invoering van een biedplicht is dat hiermee het verlies van de mogelijkheid om beschermingsmaatregelen te treffen kan worden gecompenseerd. Door ontwikkelingen op nationaal en Europees niveau komt het gebruik van beschermingsconstructies onder steeds grotere druk te staan. Ik wijs op wetsvoorstel 25 732 inzake de ontmanteling van beschermingsconstructies, het verbod en de doorbraak van beschermingsmaatregelen als bedoeld in de art. 9-12 Richtlijn, de voorstellen van de Commissie Winter⁶², de stemvolmacht voor certificaathouders (art. 2:118a BW-wetsvoorstel 28 179; Code Tabaksblat, nr. IV.2.8) en de nadrukkelijke wens van de kapitaalmarkt om beschermingsmaatregelen – ook in oorlogstijd – achterwege te laten. Een onbedoeld gevolg hiervan is dat het bestuur van de doelvennootschap minder goed in staat is om minderheidseffectenhouders te beschermen, bijvoorbeeld door een openbaar bod af te dwingen of te voorkomen dat de controlerend effectenhouder daadwerkelijk zeggenschap uitoefent en zijn macht misbruikt. De invoering van een biedplicht kan dit verlies van bescherming goedmaken.⁶³

Maar ook afgezien van de huidige druk op beschermingsmaatregelen is een biedplicht te verdedigen. Door invoering van een biedplicht is het gerechtvaardigd om strengere eisen te stellen aan het gebruik van beschermingsconstructies.⁶⁴ Anders gezegd, de invoering van een biedplicht is een argument voor het afbreken van beschermingsconstructies. Vergaande beschermingsconstructies zijn om meerdere redenen ongewenst, bijvoorbeeld omdat zij de disciplinerende werking van de overnamemarkt verminderen en daarom een negatieve invloed hebben op de ondernemingswaarde en de aandelenrendementen.⁶⁵

2.2.10. *Codificatie van een ongeschreven verplicht bod-regeling*

Gesteld zou kunnen worden dat reeds thans een biedplicht voortvloeit uit de in art. 2:8 lid 1 BW neergelegde norm dat de verhouding tussen de effectenhouders mede door

62 Commissie Winter (2002), p. 18-44

63 Een voorbeeld hiervan is Numico, dat ter compensatie voor het schrappen van haar beschermingsconstructies een statutaire biedplicht zal invoeren, zie HFD (2004); www.numico.com

64 Vgl. ook OK 16 oktober 2001, JOR 2001/251 nt Blanco Fernández (RNA), ro 3.17-3 18, waarin beschermingsmaatregelen werden geoorloofd omdat de overige aandeelhouders geen exit werd geboden. Evenzo Raaijmakers (2003), p. 221. Zie voorts Ahold (2004), p. 4, dat de afwezigheid van een wettelijke verplicht bod-regeling als reden geeft voor het handhaven van de zgn beschermingsprefs: 'In de eerste plaats kent [het] Nederlands recht vooralsnog niet de plicht voor een partij die een substantieel belang heeft verworven, om een fair bod uit te brengen op de overige aandelen. Zolang die biedplicht er niet is, kan een partij met een substantieel belang – deze kan ook een concurrent zijn van Ahold – de controle over Ahold overnemen zonder de waarde voor de vennootschap te betalen. De cumulatief preferente aandelen kunnen een dergelijke "creeping acquisition" verhinderen en in ieder geval vertragen.'

65 Zie De Jong/DeJong/Mertens/Wasley (2001), Gompers/Ishii/Metrick (2003); De Jong/Moerland (2002), p. 322-323.

redelijkheid en billijkheid wordt bepaald. Het zou dan redelijk en billijk moeten zijn dat een controlerend effectenhouder de resterende effectenhouders die zich met de nieuwe situatie en de daaraan verbonden bezwaren geconfronteerd zien, een exit biedt. Indien een controlerend effectenhouder reeds volgens art. 2:8 BW een verplicht bod moet uitbrengen, kan dat reden zijn om deze ongeschreven regel te codificeren.⁶⁶

Bij de beantwoording van de vraag of de redelijkheid en billijkheid eisen dat bij controleverwerving een verplicht bod wordt uitgebracht, dient ingevolge art. 3:12 BW rekening te worden gehouden met (a) algemeen erkende rechtsbeginselen, (b) de in Nederland levende rechtsovertuigingen en (c) de maatschappelijke en persoonlijke belangen, die bij het gegeven geval zijn betrokken.

Er bestaat mijns inziens in Nederland – daargelaten de Richtlijn – geen algemeen erkend rechtsbeginsel op grond waarvan bij controleverwerving een verplicht bod moet worden uitgebracht. Dat een overgrote meerderheid van de EU-lidstaten wel een biedplicht kent, doet hieraan niet af.

De in Nederland levende rechtsovertuigingen zijn evenmin van dien aard dat bij controleverwerving een verplicht bod moet worden uitgebracht. Geen rechterlijk college heeft tot op heden een biedplicht opgelegd. Ook uit de vaste rechtspraak van de OK dat een grootaandeelhouder een bijzondere zorgplicht heeft jegens minderheidsaandeelhouders vloeit niet de regel voort dat een controlerend aandeelhouder een openbaar bod moet uitbrengen. Wel lijkt de OK richting biedplicht op te schuiven. In de Gucci-zaak⁶⁷ overweegt de OK dat het zeer wel denkbaar is dat het recht een biedplicht zou inhouden, maar dat wetgeving daarover niet voorhanden of in voorbereiding is, en dat het, gelet op de verscheidene standpunten die in de te dezen van belang zijnde maatschappelijke kringen worden ingenomen en de verschillende keuzes die gemaakt kunnen worden, de rechtsvormende taak van de rechter te buiten gaat thans reeds een biedplicht als geldend recht te aanvaarden. In een latere beschikking⁶⁸ oordeelt de OK dat er een gegronde reden is om aan een juist beleid te twijfelen, omdat Gucci bij de uitgifte van het controlerend pakket aan 'witte ridder' PPR niet heeft bedongen dat PPR een openbaar bod op de resterende aandelen zou uitbrengen en/of aan de andere aandeelhouders een controlepremie zou betalen. In de RNA-beschikking⁶⁹ gaat de OK nog verder, door te overwegen dat beschermingsmaatregelen geoorloofd zijn indien een aandeelhouder in strijd met art. 2:8 BW handelt door een overwegende mate van zeggenschap te verkrijgen zonder een bod op de overige aandelen uit te brengen.⁷⁰

66 Zie Skog (1997), p. 41, voor de vraag of in Duitsland uit de 'Treuepflicht' van de controlerend aandeelhouder een biedplicht voortvloeit.

67 OK 27 mei 1999, JOR 1999/121 nt. Prinsen (Gucci), ro. 3.36-3.37.

68 OK 8 maart 2001, JOR 2001/55 nt. Brink (Gucci), ro. 4.8.

69 OK 16 oktober 2001, JOR 2001/251 nt. Blanco Fernández (RNA), ro. 3.17-3.18.

70 Zie ook Bartman (2002), p. 42-43.

Op basis van de literatuur kan evenmin worden geconcludeerd dat in Nederland de rechtsovertuiging leeft dat een controlerend effectenhouder een biedplicht heeft. Dit standpunt wordt slechts door enkelen verdedigd.⁷¹ Ook over de vraag of een verplicht bod-regeling in het Nederlands recht moet worden opgenomen bestaat verdeeldheid (zie § 2.4). Wel lijkt ook in de literatuur en de praktijk steeds meer te worden aanvaard dat het bestuur de taak heeft om bij controleverwerving een openbaar bod af te dwingen, bijvoorbeeld door het gebruik van beschermingsmaatregelen.⁷²

Ook indien rekening wordt gehouden met de maatschappelijke en persoonlijke belangen, bijvoorbeeld van de betrokken vennootschappen en kapitaalverschaffers of de markt in het algemeen, kan niet worden gezegd dat de redelijkheid en billijkheid eisen dat bij controleverwerving een verplicht bod wordt uitgebracht.

Ik concludeer dat in art. 2:8 BW niet de algemene regel besloten ligt dat een controlerend effectenhouder een bod uitbrengt op de overige effecten. Het argument dat een wettelijke biedplicht moet worden ingevoerd omdat de biedplicht reeds geldt volgens ongeschreven regel, gaat dus niet op.

2.3. Argumenten tegen een verplicht bod-regeling

2.3.1. Een verplicht bod-regeling is overbodig

a. De bestaande regels bieden voldoende bescherming tegen machtsmisbruik

Verdedigd zou kunnen worden dat de bestaande regels de effectenhouders voldoende beschermen tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder, zodat op die

71 Zie bijvoorbeeld De Kluiver (1998/2), p. 279 en 295, die geen reden ziet waarom een algemeen uitredingsrecht niet zou kunnen worden aanvaard op grond van art. 2:8 BW. Anders Slagter (1999/1), p. 258, Bartman (2002), p. 38, die opmerkt dat art. 2:8 BW primair een gedragsnorm is en dat de behoefte aan een exit niet ontstaat vanwege het gedrag van de controlerend effectenhouder, maar vanwege het feit dat de minderheidseffectenhouder om hem moverende redenen niet in de situatie van een concurverband met de controlerend effectenhouder geplaatst wil worden.

72 Zie bijvoorbeeld Bartman (2002), p. 43-44. Men denke ook aan de Gucci-zaak, waarover Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 523. LVMH verwierf een 34%-belang in Gucci en wenste de zeggenschap te verkrijgen zonder een openbaar bod uit te brengen, waarop Gucci beschermingsaandelen plaatste bij bevriende rechtspersonen (ESOP en PPR) teneinde een gelijke behandeling te bewerkstelligen van alle aandeelhouders: 'they gave us no choice but to seek to protect the company's minority shareholders. We cannot accept a creeping takeover. (...) By counterbalancing LVMH's voting block, the ESOP will ensure that the majority of independent shareholders will retain the power to decide the Company's future.' Bij de latere schikking stond Gucci de verwerving van een meerderheidsbelang door PPR slechts toe indien PPR zich zou verbinden om op termijn een openbaar bod uit te brengen op de resterende aandelen, zie Buys (2002). Voorts kan worden gewezen op de strijd om RNA: Westfield verwierf hierin een 23,9%-belang, maar was ondanks aandringen van RNA niet bereid een openbaar bod uit te brengen, wat RNA deed besluiten beschermingsmaatregelen te treffen.

grond geen biedplicht behoeft te worden ingevoerd.^{73,74} Gewezen kan worden op de redelijkheid en billijkheid van art. 2:8 BW⁷⁵, de op basis van dit artikel door de OK geformuleerde norm dat er een bijzondere zorgvuldigheidsverplichting geldt voor de vennootschap en de grootaandeelhouder jegens de minderheidsaandeelhouders⁷⁶, de gelijke behandeling van kapitaalverschaffers door de vennootschap (art. 2:92 lid 2 BW en art. 26 FR), de verplichting van de vennootschap om de AvA – en mogelijk de individuele aandeelhouder – desgevraagd informatie te verschaffen (art. 2:107 lid 2 en art. 2:8 BW), de opdracht aan het bestuur en de RvC om te handelen in het belang van de vennootschap en de met haar verbonden onderneming (art. 2:140 lid 2 BW), de aansprakelijkheid voor onbehoorlijk bestuur of toezicht (art. 2:9, art. 2:138 en art. 2:149 BW), de regelingen inzake (direct en indirect) tegenstrijdig belang (art. 2:146 BW; Code Tabaksblad, nr. II.3 en III.6)⁷⁷, de kapitaal- en vermogensbeschermingsregels, de jaarstukken en andere doorlopende ‘disclosure’-plichten,⁷⁸ de verplichte controle van de jaarrekening door een accountant (art. 2:393 BW), de rechterlijke aanwijzing inzake de inrichting van de jaarstukken (art. 999-1002 Rv), het recht tot bijeenroepen van de AvA (art. 2:110 en art. 2:112 BW), het agenderingsrecht (art. 2:114a BW-wetsvoorstel 28 179), de Code Tabaksblad, de geschillenregeling (art. 2:335 e.v. BW), het enquêterecht (art. 2:346 sub b BW)⁷⁹, de structuurregeling (art. 2:152 e.v. BW), de mogelijkheid om besluiten en rechtshandelingen aan te tasten (art. 2:14-16 en art. 3:40 BW), de actie uit onrechtmatige daad (art. 6:162 BW), het verzoek tot ontbinding van de rechtspersoon door de rechter (art. 2:21 BW), de verplichting om zich bij verwerving van een bepaald aandelenbelang aan de vennootschap bekend te maken (Wmz 1996), de plicht om koersgevoelige informatie onverwijld openbaar te maken (art. 28 sub h FR) en andere beurs- en effectenregels.

73 Vgl. Raaijmakers (1997). Zie voor een uitgebreide bespreking van rechten van minderheidsaandeelhouders: Timmerman/Doorman (2002).

74 Volgens art. 3 lid 1 Richtlijnvoorstellen 1996 en 1997 behoefde geen biedplicht te worden ingevoerd indien de lidstaat ‘andere passende en ten minste gelijkwaardige middelen’ kende ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders, zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 481 e.v. Vgl. voor de discussie of het Nederlands recht voorziet in ‘andere passende en ten minste gelijkwaardige middelen’ De Kluiver (1998/1), p. 255 en 258, Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1998), p. 4; Slagter (1997), p. 146-147; Raaijmakers (1996), p. 68; Raaijmakers (1997), p. 114 e.v.

75 Art. 2:8 BW biedt minderheidsaandeelhouders bijvoorbeeld de mogelijkheid om via een rechterlijk bevel de vennootschap te dwingen dividend van een redelijke omvang uit te keren, zie Hof Arnhem 26 mei 1992, NJ 1993, 182 nt. Ma (Unirwest/Van Klaveren).

76 Zie, met verwijzingen naar rechtspraak, Kemperink (2002/1).

77 Vgl. ook HR 3 mei 2002, JOR 2002/111 nt. I en JJvH (Joral) het bestuur heeft de plicht de AvA over tegenstrijdig belang te informeren.

78 In OK 27 maart 1980, NJ 1981, 64 (Dufour) is bijvoorbeeld uitgemaakt dat in de toelichting op de jaarrekening apart dient te worden aangegeven, welke invloed de transacties met de grootaandeelhouder op het resultaat van de vennootschap hebben gehad.

79 Zie bijvoorbeeld OK 17 april 1997, JOR 1997/81 nt. Van den Ingh, NJ 1997, 672 nt. Ma (Bobel) waarin als wanbeleid is gekwalificeerd het op onvoordelige voorwaarden verrichten van transacties tussen de vennootschap en haar grootaandeelhouder.

Voor de beurs- en effectenregels geldt daarbij dat door de AFM en Euronext Amsterdam toezicht wordt gehouden op de naleving daarvan.⁸⁰ Zie § 2.3.1 sub b voor de mogelijkheid om machtsmisbruik tegen te gaan door beschermingsconstructies.

Naar mijn oordeel is dit samenstel van regels onvoldoende reden om de invoering van een biedplicht achterwege te laten.⁸¹ Verschillende regels zijn niet specifiek toegesneden op het bieden van bescherming tegen machtsmisbruik en zijn daarom in dit verband van beperkte waarde.⁸² Voorts staan de regels ieder op zich en vertonen zij geen of weinig samenhang. Van een gesloten stelsel is geen sprake, zodat ook om die reden misbruik niet is uitgesloten.⁸³ Overigens kunnen regels nimmer met volledige zekerheid voorkomen dat een controlerend effectenhouder zijn macht misbruikt, bijvoorbeeld omdat misbruik vaak niet goed zichtbaar is. Men denke aan overeenkomsten tussen de vennootschap en de controlerend effectenhouder die geen zakelijke grondslag hebben (§ 2.2.2). Verder biedt het merendeel van de bestaande regels slechts de mogelijkheid om machtsmisbruik of benadeling te beëindigen (aantasting van besluiten en rechtshandelingen, enquêterecht, uitstootregeling, e.d.) of de gevolgen daarvan ongedaan te maken (bijvoorbeeld schadevergoeding). Effectenhouders willen dergelijke lange procedures echter niet voeren, ook niet als voor hen een gunstige uitkomst is te verwachten. Zij willen preventieve en geen repressieve bescherming. Van belang is ook de perceptie van effectenhouders dat, ook bij vrijwel sluitende bescherming, er altijd gevaar dreigt van benadeling door de controlerend effectenhouder (zie nader § 2.3.1 sub c).⁸⁴ Volledige bescherming kan slechts worden geboden door de effectenhouders de mogelijkheid te bieden de vennootschap te verlaten.

b. Beschermingsconstructies bieden de effectenhouders voldoende bescherming

Het gevaar van machtsmisbruik doet zich vooral voor indien de controlerend effectenhouder de zeggenschap kan uitoefenen in de vennootschap, bijvoorbeeld indien hij de macht heeft om bestuurders te benoemen en te ontslaan. Omdat een vennoot-

80 Op korte termijn wordt een wetsvoorstel ingediend op grond waarvan de AFM de bevoegdheid krijgt om toezicht te houden op de financiële verslaggeving van Nederlandse beursvennootschappen, zie het concept-wetsvoorstel van 6 december 2003 houdende regels rond het toezicht op en de handhaving van de voorschriften voor de externe financiële verslaggeving van rechtspersonen (Wet toezicht financiële verslaggeving), www.minfin.nl.

81 Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 275.

82 Zie bijvoorbeeld over art. 2:92 lid 2 BW: Timmerman (2002/1), p. 411 e.v.

83 Evenzo Timmerman (2002/1), p. 413. Reeds in 1910 werd een wetsontwerp ingediend dat voorzag in expliciete minderheidsbescherming, dat echter sneuvelde vanwege het ontbreken van steun door de toenmalige minister van Justitie Donner. Zie Doorman (2001), p. 367, voor literatuur inzake de geringe aandacht van de wetgever voor bescherming van minderheidsaandeelhouders.

84 Vooral deze argumenten hebben mij ertoe gebracht mijn eerdere opmerking (Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 531) dat ook bescherming kan worden geboden door andere regels dan de biedplicht, te herzien.

schap de mogelijkheid heeft om regelingen te treffen die verhinderen dat een onwelgevallige effectenhouder de zeggenschap verkrijgt en misbruikt, zou kunnen worden betoogd dat voorkoming van machtsmisbruik geen grond is voor invoering van de biedplicht. Men denke hierbij aan certificering van aandelen, stemrechtbeperkingen (bijvoorbeeld de zgn. 1%-regeling, art. 2:118 lid 4 en 5 BW), statutaire beperkingen inzake de omvang van het aandelenbezit, prioriteitsaandelen (art. 2:92 lid 3 BW), vrijwillige toepassing van de structuurregeling (art. 2:157 BW) en het plaatsen van (preferente) aandelen bij een bevriende rechtspersoon (bijvoorbeeld een anti-overvalstichting).

Voorts kan het bestuur een partij die de controle verwerft, door middel van beschermingsconstructies ertoe bewegen een bod uit te brengen op de overige effecten. Het bestuur kan daartoe zelfs verplicht zijn.⁸⁵ Bij gebruik van deze bevoegdheid wordt niet alleen bescherming geboden tegen machtsmisbruik, maar kan ook worden bewerkstelligd dat de controlepremie over alle effectenhouders wordt verdeeld. Dit laatste zou kunnen betekenen dat er evenmin reden is om een biedplicht in te voeren ter verdeling van de controlepremie. In de Verenigde Staten wordt de mogelijkheid om door beschermingsmaatregelen een openbaar bod af te dwingen, gezien als substituit voor een verplicht bod-regeling (zie § 4.1).

Naar mijn oordeel is de mogelijkheid om beschermingsmaatregelen te treffen onvoldoende grond om een verplicht bod-regeling achterwege te laten. Allereerst kunnen beschermingsconstructies worden doorbroken of onder druk van kapitaalverschaffers worden ontmanteld. Voorts staat het gebruik van beschermingsconstructies ter discussie, zodat het gebruik daarvan minder eenvoudig wordt. Deze toenemende druk op beschermingsconstructies is juist een argument voor invoering van de biedplicht. Zie nader § 2.2.9.

c Door invoering van minder bezwarende regels kan ook bescherming worden geboden

Tegen invoering van de biedplicht zou kunnen worden aangevoerd dat de effectenhouders ook door andere – minder bezwarende – regels aanvullende bescherming kan worden geboden.⁸⁶

Ter evenredige verdeling van de controlepremie kan bijvoorbeeld worden bepaald dat de controlerend effectenhouder die aan de verkopende effectenhouders een premie heeft betaald, deze premie ook aan de achterblijvende effectenhouders betaalt zonder dat zij daarbij hun effecten aan hem dienen over te dragen. Omdat bij een open vennootschap de achterblijvende effectenhouders niet bekend zijn bij de controlerend effectenhouder, zal de uitvoering van deze regel echter op praktische problemen stuiten. Een oplossing hiervoor kan zijn om de betaling via de vennootschap

85. Enzo Bartman (2002), p. 44. Vgl. ook Andrews (1965), p. 515 e.v.

86. Vgl. Clark (1986), p. 497. Van Dyck (2000), p. 12.

te laten lopen. Een tweede alternatief voor een biedplicht kan zijn de regel dat de verkopende effectenhouders de ontvangen premie delen met de achterblijvende effectenhouders.⁸⁷ Ook hier speelt echter het probleem van de onbekendheid van de resterende effectenhouders. Een ander bezwaar is dat alle verkopende effectenhouders zullen moeten worden geregistreerd, zodat zij op hun verplichting kunnen worden aangesproken. Ten derde zou kunnen worden bepaald dat de vennootschap aan de achterblijvende kapitaalverschaffers een bijzonder dividend uitkeert.⁸⁸ Dit heeft echter als bezwaar dat het vermogen van de vennootschap wordt aangetast, wat ook gevolgen heeft voor de waarde van de effecten. Tot slot noem ik als mogelijk alternatief de regel dat een belang niet wordt verkocht tegen een prijs die significant hoger is dan de prijs waartegen de overige effectenhouders hun aandelen kunnen verkopen⁸⁹ of anders gezegd, een recht op mee-verkoop van effecten indien een pakkethouder een bod op zijn effecten aanvaardt ('tag along right'). Een bezwaar hiervan is dat slechts bescherming wordt geboden bij controleverwerving door onderhandse verkrijging van een pakket en dus niet bij controleverwerving die op andere wijze geschiedt, bijvoorbeeld door aankopen ter beurse. Ik concludeer dat voor de verdeling van de controlepremie de biedplicht waarschijnlijk het meest geschikte instrument is.

Ook de compensatie voor de waardedaling van de effecten van de achterblijvende effectenhouders als gevolg van de controleverwerving (§ 2.2.7), kan plaatsvinden door betalingen die worden gedaan zonder dat een verplicht bod wordt uitgebracht. Dit leidt echter tot vergelijkbare problemen als bij de betaling van de controlepremie, zodat hier evenmin van een geschikt alternatief kan worden gesproken.

Voorts kunnen – als alternatief voor de biedplicht – nieuwe regels worden gesteld die effectenhouders aanvullende bescherming bieden tegen machtsmisbruik.⁹⁰ Het bereik van de tegenstrijdig belang-regeling kan bijvoorbeeld worden uitgebreid tot het geval dat de vennootschap een tegenstrijdig belang heeft met een controlerend effectenhouder of tot besluitvorming van bestuur, RvC en AvA.⁹¹ Verder denke men aan de in Engeland en België geldende regel dat omtrent transacties tussen de controlerend aandeelhouder en de vennootschap aan resp. externe adviseurs en onafhan-

87 Zie Skog (1997), p. 28, voor een geval waarin de Belgische toezichthouder (Bankcommissie) een verkoper van een controlerend belang verplichtte om de verkregen controlepremie te delen met de resterende aandeelhouders.

88 Vgl. het bijzonder dividend dat door Gucci werd uitgekeerd in verband met de controleverwerving door PPR en de schikking tussen PPR en LVMH, waarover Buys (2002).

89 Betoogd wordt dat deze verplichting reeds voortvloeit uit de 'fiduciary duty' of 'Treuepflicht' van de verkopende effectenhouder(s) jegens de overige effectenhouders, zie Andrews (1965), p. 515-522; Clark (1986), p. 486 e.v.; Reul (1991), p. 18 e.v.; Wymeersch (2002), p. 538-539, Van Dyck (2000), p. 13.

90 Enzo Assmann (1995), p. 570.

91 Vgl. Timmerman (2003), p. 89 e.v., Code Tabaksblat, nr. II 3 en III.6.

kelijke bestuurders advies wordt gevraagd.⁹² Daarnaast kan de regel worden ingevoerd dat transacties tussen de controlerend effectenhouder en de vennootschap openbaar worden gemaakt, bijvoorbeeld in de jaarstukken (vgl. art. 2:137 BW).⁹³ Ook kan de minderheidseffectenhouder de mogelijkheid worden geboden om namens de vennootschap een actie in te stellen jegens de controlerend effectenhouder die zijn positie misbruikt ('derivative action').⁹⁴ Voorts is denkbaar een regel inhoudende dat de controlerend effectenhouder een koersgarantie geeft in die zin dat, wanneer de koers daalt beneden het niveau ten tijde van de controleverwerving, de resterende effectenhouders het verschil bij de controlerend effectenhouder kunnen claimen.⁹⁵ Uitbreiding van de bestaande regels zal echter niet leiden tot een systeem dat volledige bescherming biedt (zie § 2.3.1 sub a). Van belang hierbij is ook de perceptie van de kapitaalverschaffer. Een vrijwel sluitend systeem van regels dat geen biedplicht bevat, kan naar objectieve maatstaven waarschijnlijk goede bescherming bieden. Indien de kapitaalverschaffer het echter anders ervaart, bijvoorbeeld omdat in het land van herkomst wel een biedplicht geldt, zal er in zijn – subjectieve – beleving toch onvoldoende bescherming zijn. Dit kan onder meer negatieve gevolgen hebben voor de Nederlandse concurrentiepositie (zie § 2.2.3).

Met het oog op zgn. 'two-tier offers' kan naast de bestaande regel dat een partieel bod niet mag zijn gericht op het verwerven van de controle (§ 2.2.4), de druk op de effectenhouders nog verder worden verminderd door hen de mogelijkheid te bieden aangemelde effecten in te trekken.⁹⁶ Voorts kan worden gedacht aan de in het Verenigd Koninkrijk geldende regel⁹⁷, inhoudende dat een partieel bod dat kan leiden tot verwerving van 30% of meer van de stemrechten slechts mag worden uitgebracht indien de AvA van de doelvennootschap daarmee heeft ingestemd.⁹⁸

Indien slechts wordt beoogd een regeling te treffen inzake de verminderde verhandelbaarheid van de effecten (§ 2.2.5), kan een uittredingsregeling worden ingevoerd inhoudende dat een effectenhouder het recht heeft om een 90%- of 95%-effectenhouder te verplichten om zijn effecten af te nemen. Deze regeling kan ook worden gebruikt om effectenhouders een exit te bieden bij verlies van bepaalde rechten die aan het effect zijn verbonden.⁹⁹ Een biedplicht bij *controleverwerving* kan dan

92 Zie Helleman/Wauters (2002), p. 487 e.v., en de voorstellen van Timmerman (2002/2), p. 7 e v., p. 126 e.v.; Timmerman (2002/1), p. 416-417; Gepken-Jager (2003)

93 Zie Van den Ingh (1994), p. 23; Winter (2001)

94 Vgl. Kroeze (2004), Van de Braak (2002).

95 Zie De Kluiver (1998/2), p. 284, die terecht als bezwaar van deze regeling noemt het gevaar van insolventie van de controlerend effectenhouder.

96 Lüttmann (1992/1), p. 498.

97 Rule 36.5 City Code

98 Vgl ook Bebchuk (1985), p. 1757 e.v.; Clark (1986), p. 546; Carney (2000), p. 507 e.v.

99 Rondom de invoering van de uitkoopregeling (art. 2:92a/201a BW) heeft de wetgever op weinig overtuigende gronden een pleidooi in de literatuur voor zulk een uittredingsregeling afgewezen. Vgl. Bartman (2002), p. 32-33.

achterwege blijven. Een dergelijk 'sell-out right' of 'Austrittsrecht' is ook neergelegd in art. 16 Richtlijn¹⁰⁰ en in de regelgeving van verschillende onderzochte landen. In Frankrijk bijvoorbeeld kan een aandeelhouder de toezichthouder (AMF) verzoeken om een 95%-aandeelhouder te verplichten een bod uit te brengen op zijn aandelen ('offre publique de retrait').¹⁰¹ In Italië ontstaat van rechtswege een biedplicht bij verkrijging van meer dan 90% van de aandelen ('offerta pubblica di acquisto residuale').¹⁰² De regeling zou dan moeten gelden ongeacht de wijze waarop het belang is verkregen, en dus niet slechts na een openbaar bod zoals in art. 16 Richtlijn en in het Verenigd Koninkrijk¹⁰³, België¹⁰⁴ en Zwitserland¹⁰⁵.

Als alternatief voor een dwingende verplicht bod-regeling, kan ook worden overwogen een optionele regeling die aan individuele vennootschappen de mogelijkheid biedt om bij statuten te bepalen dat de wettelijke biedplicht voor hen niet geldt, dat wil zeggen dat hun effectenhouders niet onder de werking van de regeling vallen. Vennootschappen die een biedplicht als bezwaarlijk ervaren, worden er dan niet mee geconfronteerd. De Richtlijn staat een dergelijke 'opting out-clause', die is opgenomen in de Zwitserse verplicht bod-regeling, niet toe. Zie nader § 3.6 en 5.5.3 sub b.

Het is ook denkbaar om geen verplicht bod-regeling in te voeren, maar te bepalen dat de controlerend effectenhouder de resterende effectenhouders een exit biedt door een 'koersgarantie'. Daartoe kan de controlerend effectenhouder een zgn. 'koershandhavingsoorder' plaatsen, waarmee hij garandeert de resterende effecten gedurende een bepaalde periode tegen een bepaalde vergoeding over te nemen. Frankrijk en België kennen een dergelijke regeling (§ 4.4 en 4.5). In Frankrijk geldt de koersgarantie-regeling voor bijzondere situaties en is in normale gevallen de verplicht bod-regeling van toepassing, terwijl in België de controlerend effectenhouder mag kiezen tussen de koersgarantie en het verplicht bod. Naar mijn oordeel is er geen reden om de koersgarantie in het Nederlands recht in te voeren. Allereerst voegt de koersgarantie niets toe aan het verplicht bod. Het zijn in essentie dezelfde regelingen. In beide gevallen biedt de controlerend effectenhouder de resterende effectenhouders een uitstapmogelijkheid. De reden om te kiezen voor het verplicht bod is vooral gelegen in zijn grotere internationale herkenbaarheid. Buiten Frankrijk en België kent

100 Hermans (2002), p. 503. Zie voor eerdere voorstellen: Forum Europaeum Konzernrecht (1998), p. 732 e.v.; Commissie Winter (2002), p. 54 e.v. Zie ook Timmerman (1999/1), p. 103, Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 272-273; Consultatiedocument verplicht bod (2002), p. 3; Nieuwe Weme (2002/1), p. 213.

101 Art. 5-6-1 en 5-6-2 Règlement Général du CMF.

102 Art. 108 Decreto Legislativo 58/1998 jo art. 50 Consob Regolamento 11971/1999. Indien ondanks het overschrijden van de 90%-grens toch nog normale handel in de effecten mogelijk is, kan de toezichthouder (Consob) de drempel hoger leggen, zie Schmid (1999), p. 410-411.

103 Section 430A Companies Act.

104 Art. 32 De Benedetti-KB ('heropening van het bod').

105 Art. 14 Abs 5 Übernahmeverordnung der UEK ('Nachfrist').

geen van de onderzochte landen een koersgarantie-regeling. Een afwijkende regeling draagt niet bij aan de beoogde verbetering van de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3).

Ten slotte kan worden overwogen om niet de controlerend effectenhouder maar de doelvennootschap te verplichten de resterende effectenhouders een exit te bieden, door inkoop van hun effecten.¹⁰⁶ Bij een biiddrempel van 30% of 50% zou dat betekenen dat de vennootschap 70% of 50% van haar aandelen moet inkopen. Vanwege de daarmee gemoeide financieringsproblemen, die ontstaan zonder dat de vennootschap daarvan de oorzaak is, en problemen met art. 2:98 BW¹⁰⁷, dat is ingevoerd ingevolge Europese regelgeving en daardoor niet in voldoende mate kan worden herzien, daargelaten de vraag of dat wenselijk zou zijn, is deze optie niet reëel. Een dergelijke inkoopverplichting van de vennootschap lijkt mij slechts mogelijk bij een 'sell-out right'.

d. Een vennootschap kan kiezen voor een statutaire biedplicht

Een wettelijke biedplicht lijkt overbodig, omdat vennootschappen de mogelijkheid hebben om een biedplicht in hun statuten op te nemen.^{108,109} De huidige situatie heeft als voordeel dat de biedplicht slechts geldt voor vennootschappen die hiervoor hebben gekozen en dat vennootschappen die geen prijs stellen op een biedplicht daar niet mee te maken krijgen.

106 Vgl. De Kluiver (1998/2), p. 279.

107 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 149 e.v.

108 Voordat in Zweden de verplicht bod-regeling werd ingevoerd, kenden verschillende grote vennootschappen, waaronder Sandvik, Perstorp en Skanska, een statutaire biedplicht, zie Skog (1997), p. 6. Een ander voorbeeld is de Engelse vennootschap Xstrata Plc. waarop de verplicht bod-regeling van het Verenigd Koninkrijk niet van toepassing is, omdat haar hoofdbestuur in Zwitserland is gevestigd en die evenmin onder het bereik van de Zwitserse verplicht bod-regeling valt, aangezien de vennootschap naar Engels recht is opgericht. Omdat er bij de vennootschap toch behoefte bestond aan een verplicht bod-regeling, is gekozen voor een statutaire biedplicht. Zie Freshfields Bruckhaus Deringer (2002/1), p. 2. Vgl. Van Olffen (2000), p. 62-64, voor de uitwerking van een statutaire biedplicht (de wijze waarop de vennootschap kan weten dat een aandeelhouder de biedgrens heeft overschreden, de te bieden prijs, sancties bij niet-nakoming, etc.). Een ander alternatief, dat ik verder onbesproken laat, is een statutaire aanbiedings- en overdrachtverplichting (art. 2:87a BW) voor de effectenhouder die de controle verwerft. Zie voor zulk een regeling de statuten van James Hardie Industries NV en New Skies Satellites NV.

109 Vooral bij besloten vennootschappen is het ook denkbaar om langs contractuele weg een biedplicht te creëren, bijvoorbeeld in een aandeelhoudersovereenkomst; zie Bartman (2002), p. 31-32. Ten einde alle – waaronder toekomstige – aandeelhouders te binden aan de contractuele biedplicht, kan als kwaliteitsseis gelden dat de aandeelhouders partij zijn bij de aandeelhoudersovereenkomst, waarover in kritische zin Portengen (2002). Omdat een biedplicht naar mijn oordeel niet moet zien op besloten vennootschappen (zie § 6.4.2) en een contractuele biedplicht bij open vennootschappen minder goed denkbaar is, beperk ik mij tot de statutaire biedplicht.

Aan een statutaire biedplicht zijn echter verschillende bezwaren verbonden. Allereerst is de rechtsgeldigheid van een statutaire biedplicht niet onbetwist.¹¹⁰ Betoogd wordt dat een wettelijke basis voor een statutaire biedplicht ontbreekt. Naar mijn oordeel kan de statutaire biedplicht worden gebaseerd op art. 2:81 BW, volgens welk aan een aandeelhouder niet, zelfs niet door wijziging van de statuten, tegen zijn wil enige verplichting boven de storting tot het nominale bedrag van het aandeel kan worden opgelegd. De strekking van het voorschrift is te voorkomen dat een aandeelhouder zonder zijn instemming extra verplichtingen, waaronder financiële verplichtingen, wordt opgelegd door besluiten van organen van de vennootschap.¹¹¹ Uit deze bepaling volgt dat een statutaire biedplicht is geoorloofd, indien de aandeelhouders hiermee hebben ingestemd of indien de biedplicht bij oprichting in de statuten is opgenomen.¹¹² Sommige schrijvers zijn echter van oordeel dat een biedplicht niet op dit voorschrift kan worden gebaseerd, omdat het voorschrift slechts ziet op de verhouding tussen de vennootschap en haar aandeelhouders, en dus niet op de verhouding tussen aandeelhouders onderling.¹¹³ Voorts wordt verdedigd dat de statutaire biedplicht de autonomie van de aandeelhouder aantast (de aandeelhouder zou geen keuzevrijheid hebben).¹¹⁴ Dit argument overtuigt niet, omdat de autonomie van de aandeelhouder door een biedplicht niet onredelijk wordt ingeperkt.¹¹⁵ De aandeelhouder blijft bevoegd de keuze te maken of hij wel of niet een zodanig aantal aandelen verwerft dat hij de biedplicht over zich afroept. De autonomie zou juist worden beperkt door een verbod op de statutaire biedplicht. Het bezwaar van de onzekerheid omtrent de rechtsgeldigheid van de statutaire biedplicht kan worden weggenomen door in de wet expliciet te bepalen dat een statutaire biedplicht is geoorloofd.¹¹⁶

Een minder eenvoudig op te lossen probleem is dat bij invoering van een statutaire biedplicht een besluit van de AvA is vereist. Dit betekent allereerst dat een kleine

110 Niet geoorloofd Van den Ingh (1989), p. 137, Van den Ingh (2000); Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 98; Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 172. Geoorloofd: Rensen (2001), p. 488-489, Leijten (2000), p. 11-12 en 135-136, Van Olfen (2000), p. 62-64; Van Olfen (2001); Van Schilfgaarde/Winter (2003), nr. 22; De Kluiver/Meinema (2002), p. 658; Ten Berg (2002), p. 194-195, Van Veen (2003), p. 140, Dortmund (2003), p. 335. Twijfel: Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 51; Van Solinge (2001/1), p. 105. Zie ook Commissie De Kluiver (2004), § 3.1.1. Het standpunt van verschillende schrijvers ziet op de statutaire overnameverplichting, maar geldt mijns inziens onverkort voor de statutaire biedplicht.

111 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 98.

112 Vgl. § 30 Departementale richtlijnen 1986 (oud), dat bij afschaffing niet is overgenomen in Boek 2 BW. Zie ook § 34 slotalinea van deze richtlijnen. Evenzo Rensen (2001), p. 488-489. Indien de biedplicht rechtsgeldig in de statuten is opgenomen, geldt deze ook voor aandeelhouders die nadien tot de vennootschap toetreden. De biedplicht is dan een aan het aandeelhouderschap verbonden kwalitatieve verplichting. Zie Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 98, Rb. Assen 28 juni 1949, NJ 1949, 757 (Coevorden/Maassen).

113 Vgl. Van den Ingh (1989), p. 137.

114 Van den Ingh (1989), p. 137; Van der Heijden/Van der Grinten (1992), nr. 172.

115 Aldus ook Van Olfen (2000), p. 62, Van Veen (2003), p. 138.

116 Vgl. Commissie De Kluiver (2004), § 3.1.1 sub d.

meerderheid van de aandeelhouders invoering van een biedplicht kan voorkomen, waardoor een grote minderheid – ongewenst – onbeschermd is.¹¹⁷ Maar ook als de vereiste meerderheid wel voor een biedplicht stemt, zijn er nog diverse bezwaren. Verdedigd wordt bijvoorbeeld dat aandeelhouders die niet voor invoering hebben gestemd, niet zijn gebonden.¹¹⁸ Dit kan tot allerlei praktische problemen leiden.¹¹⁹ In deze optiek zal een voor alle aandeelhouders geldende biedplicht slechts kunnen worden ingevoerd bij vennootschappen die niet ter beurse zijn genoteerd. Indien een beursnotering wordt overwogen zal de biedplicht dus vóór de beursintroductie in de statuten moeten worden opgenomen.¹²⁰

Een ander bezwaar van de statutaire biedplicht is dat kapitaalverschaffers die toetreden tot de vennootschap niet de zekerheid hebben dat deze bescherming blijft bestaan. De biedplicht kan eenvoudig vervallen, bijvoorbeeld door een besluit van de AvA die wordt gecontroleerd door een grootaandeelhouder die zijn belang wenst uit te breiden of door een juridische fusie (art. 2:309 e.v. BW) met een verkrijgende rechtspersoon die geen statutaire biedplicht kent.

Verder wordt als bezwaar van een statutaire biedplicht genoemd dat hierdoor een onoverzichtelijke situatie kan ontstaan waarin sommige vennootschappen een biedplicht kennen en andere niet, en de statutaire verplicht bod-regelingen onderling ook sterk afwijken.¹²¹ Dit lijkt mij geen zwaarwegend argument, gelet ook op het feit dat

117 Ik deel niet het standpunt van Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 51, dat, gelet op de tekst van § 30 Departementale richtlijnen 1986 (oud), de invoering van een biedplicht slechts mogelijk is als *alle* aandeelhouders instemmen. De strekking van § 30, en ook van art. 2:81 BW, is te voorkomen dat een aandeelhouder tegen zijn wil extra verplichtingen krijgt. Door de uitleg dat de extra verplichting niet geldt jegens aandeelhouders die niet hebben ingestemd, wordt de strekking van het voorschrift geen geweld aan gedaan. De uitleg van beide schrijvers leidt niet tot meer bescherming van de aandeelhouders, maar heeft wel tot gevolg dat aandeelhouders geen extra verplichtingen kunnen worden opgelegd als dat voor de vennootschap wenselijk is. Indien hun uitleg juist is, zal – zoals zij zelf ook stellen – de invoering van een statutaire biedplicht feitelijk onmogelijk zijn.

118 Van Veen (2003), p. 144. Anders Van Olffen (2000), p. 62, Dortmund (2003), p. 335, die – mijns inziens terecht – van oordeel zijn dat de biedplicht slechts geen effect sorteert jegens aandeelhouders die op het moment van statutenwijziging een belang aanhouden dat tot een verplicht bod zou leiden en die niet met de wijziging hebben ingestemd.

119 Hoe dient bijvoorbeeld de registratie van voor- en tegenstemmers plaats te vinden, gelet ook op de mogelijkheid van een latere overdracht van de aandelen? Denkbaar is dat er twee soorten aandelen worden gecreëerd. De voorstemmers krijgen aandelen A, waaraan een biedplicht is verbonden. De tegenstemmers houden hun aandelen, die dan aandelen B gaan heten.

120 Een weinig zuivere oplossing zou kunnen zijn dat een bestaande beursvennootschap een nieuwe vennootschap opricht met een statutaire verplicht bod-regeling, waarna beide vennootschappen fuseren (art. 2:309 e.v. BW) en de laatste als verkrijgende vennootschap optreedt. Door deze constructie is het mogelijk om met slechts een gewone meerderheid of een $\frac{2}{3}$ -meerderheid (die nodig is voor het fusiebesluit), een voor alle aandeelhouders geldende biedplicht in te voeren. Een andere mogelijkheid is dat een nieuwe vennootschap een openbaar ruilbod doet op alle aandelen van de bestaande beursvennootschap.

121 Vgl. Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 51-52.

reeds thans statuten van vennootschappen sterk van elkaar afwijken, bijvoorbeeld omdat sommige vennootschappen een structuurregime kennen en andere niet (zie ook § 5.5.2).

Wellicht is het belangrijkste argument tegen het standpunt dat kan worden volstaan met een statutaire biedplicht, dat het de taak van de wetgever is om rechtsvormen te creëren die voldoen aan de wensen van de markt. Bij consequente toepassing van bedoeld standpunt zou de wetgever in het algemeen kunnen volstaan met het regelen van een raamvennootschap die naar believen door de oprichters en de aandeelhouders kan worden ingericht.

Op het moment wordt er bijzonder weinig gebruik gemaakt van de mogelijkheid om een biedplicht in de statuten op te nemen¹²², waarschijnlijk door voornoemde rechtsonzekerheid en problemen, maar ongetwijfeld ook vanwege de onbekendheid van de mogelijkheid om een statutaire biedplicht te creëren.

Ik concludeer dat de statutaire biedplicht geen volwaardig alternatief is voor de wettelijke biedplicht, maar dat het wel wenselijk kan zijn dat vennootschappen de mogelijkheid hebben om een statutaire biedplicht in te voeren. Overwogen kan worden een optioneel systeem waarbij de wet voorziet in een biedplicht, maar de vennootschap de mogelijkheid wordt geboden om daarvan bij statuten af te wijken (zie nader § 5.5).

e. De achterblijvende effectenhouders hebben de mogelijkheid om hun effecten te verkopen

Indien een effectenhouder van oordeel is dat er een gevaar van machtsmisbruik bestaat of indien hij om een andere reden niet langer wil deelnemen in de vennootschap, kan hij zijn effecten eenvoudigweg verkopen.¹²³ Gelet hierop kan worden betoogd dat er weinig reden is voor een biedplicht.

Dit argument overtuigt niet. Allereerst is de mogelijkheid van verkoop minder eenvoudig bij effecten die niet zijn genoteerd of niet geregeld worden verhandeld.¹²⁴ Voorts zal het doorgaans niet mogelijk zijn om de effecten tegen een redelijke prijs te verkopen, omdat de prijs van de effecten zal zijn gedaald door de controleverwerking, de beëindiging van de vraag door de controlerend effectenhouder en het plotselinge grote aanbod van deze effecten.¹²⁵ Tot slot biedt verkoop geen oplossing voor het probleem van de onevenredige verdeling van de controlepremie (§ 2.2.1 sub b).

122 Mij zijn slechts drie Nederlandse NV's bekend met een statutaire biedplicht: EADS NV, Cofinec NV en Atlantic Container Line Europe NV. De regelingen zijn ingevoerd ten tijde van het juridisch-technische departementale toezicht, zodat mag worden aangenomen dat zij de goedkeuring (althans de verklaring van geen bezwaar) hebben van het ministerie van Justitie. Numico NV zal in juni 2004 een statutaire biedplicht invoeren, zie HFD (2004); www.numico.com

123 Vgl. Timmerman (2003), p. 80.

124 Zie Timmerman (1999/2), p. 272; Timmerman (2002/1), p. 410.

125 Aldus ook Lüttmann (1992/1), p. 500; Van Dyck (2000), p. 10, 24-25; Davies (2002/1), p. 10.

f. Door een blokkeringsregeling kan worden voorkomen dat een controlerend belang wordt verworven

Gesteld zou kunnen worden dat een biedplicht overbodig is voor vennootschappen die een blokkeringsregeling in hun statuten moeten of kunnen opnemen.¹²⁶ Door een blokkeringsregeling kunnen de aandeelhouders immers invloed uitoefenen op de overdracht van de aandelen, waardoor veelal kan worden voorkomen dat een controlerend belang wordt verworven. Hierbij is van belang dat de vennootschap de groep personen waaraan overdracht van aandelen vrijelijk kan geschieden (de zgn. 'vrije kring', art. 2:195 lid 1 BW) kan beperken.

De blokkeringsregeling is naar mijn oordeel geen reden om af te zien van invoering van een biedplicht. Allereerst is een blokkeringsregeling niet mogelijk ten aanzien van toonderaandelen, zodat veel vennootschappen – waaronder beursvennootschappen – buiten de bescherming van deze regeling vallen. Voorts biedt de blokkeringsregeling niet in alle gevallen bescherming.¹²⁷ Het is bij een door de AvA goedgekeurde overdracht zeer wel mogelijk dat aandeelhouders hebben tegengestemd. Deze aandeelhouders worden dan toch geconfronteerd met een controlerend aandeelhouder. En indien de goedkeuringsbevoegdheid bij een ander orgaan ligt dan de AvA, bijvoorbeeld het bestuur, is de invloed van de AvA slechts indirect aanwezig. Bij een aanbiedingsregeling is het mogelijk dat de aandeelhouders niet in staat zijn om de aangeboden aandelen te financieren en daarom toch – tegen hun wil – te maken krijgen met een controlerend aandeelhouder. Ook kan het voorkomen dat de blokkeringsregeling in het geheel geen bescherming biedt, namelijk indien een aandeelhouder waartegen – bijvoorbeeld wegens zijn goede reputatie – geen blokkade is opgeworpen, zich na controleverwerving ontpopt als aandeelhouder die zijn macht misbruikt.

g. De grootste kapitaalmarkt (de Verenigde Staten) kent geen biedplicht

Het federale recht van de Verenigde Staten kent geen biedplicht, terwijl slechts enkele minder belangrijke staten een biedplicht in hun wetgeving hebben opgenomen. Toch functioneert de overnamemarkt in de Verenigde Staten uitstekend. Hieruit zou kunnen worden geconcludeerd dat voor een goed functionerende kapitaalmarkt een biedplicht niet noodzakelijk is.¹²⁸

Hiertegen kan worden ingebracht dat in de meeste staten van de Verenigde Staten effectenhouders verregaand worden beschermd en dat er veel ruimte is voor beschermingsconstructies die benadeling van minderheidseffectenhouders in de weg staan en de doelvennootschap in staat stellen om een openbaar bod op alle effecten af te dwin-

126 De statuten van de BV moeten een blokkeringsregeling bevatten (art. 2:95 lid 2 BW). De NV mag een blokkeringsregeling opnemen ten aanzien van aandelen op naam (art. 2:87 BW).

127 Enzo De Kluiver (1998/2), p. 285.

128 Aldus ook VEUO (2002), p. 1-3; VNO-NCW (2002), p. 5-6.

gen. Veel grote ondernemingen maken van deze mogelijkheid gebruik, zodat voor hen feitelijk een verplicht bod-regeling geldt. Door deze omstandigheden bestaat er waarschijnlijk minder behoefte aan een wettelijke verplicht bod-regeling. Zie nader § 4.1.

2.3.2. *Het belemmeren van de overnamemarkt*

a. Het belemmeren van de overnamemarkt in het algemeen

Het is wenselijk dat ondernemingen kunnen fuseren en overnemen, omdat dit kan leiden tot een optimale aanwending van de productiemiddelen, synergievoordelen en vergroting van de winsten.¹²⁹ Een biedplicht belemmert de mogelijkheid van fusie en overname¹³⁰, wat reden kan zijn om van invoering daarvan af te zien.

Een overname door verwerving van slechts een gedeelte van de effecten is bijvoorbeeld niet meer mogelijk. Hierdoor wordt een overname kostbaarder en dus minder aantrekkelijk, of wellicht zelfs onmogelijk vanwege financieringsproblemen (zie ook § 2.3.3 sub a). De kosten zullen nog extra toenemen indien voor het verwerven van de controle een premie is betaald en deze premie ook aan de resterende effectenhouders moet worden betaald. Voorts gaat de controlerend effectenhouder die een bod moet doen op de overige effecten een groter risico lopen, omdat hij zijn investeringen niet langer kan verdelen over verschillende vennootschappen (zie nader § 2.3.3 sub d). Ook is het mogelijk dat ondernemingen afzien van een vanuit economisch perspectief waardevolle fusie of overname, om de enkele reden dat de fusiepartners elk een belang hebben in een derde onderneming dat bij samenvoeging tot een biedplicht leidt.

Hiertegen kan worden ingebracht dat uit onderzoek niet is gebleken dat in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten – twee landen met een actieve overnamemarkt – de invoering en het bestaan van een verplicht bod-regeling een negatieve invloed heeft gehad op de omvang van de overnamemarkt.¹³¹ In bedoelde onderzoeken wordt de mogelijkheid om in de Verenigde Staten door beschermingsmaatregelen een openbaar bod af te dwingen gelijkgesteld met een verplicht bod-regeling (zie ook § 4.1). Voorts is het niet uitgesloten dat een biedplicht overnames juist stimuleert, omdat door een biedplicht het gebruik van beschermingsmaatregelen moeilijker is te rechtvaardigen (zie § 2.2.9).

129 Zie Gilson/Black (1995), part II; Krause (1996/2), p. 94 e.v.; Köpfl (2000), p. 91-96, Schenk (2002); Forstinger (2002), p. 5 e.v., Frederikslust/Van der Wal/Westdijk (2000)

130 Evenzo U.Chl.L.Rev (1952), p. 871; Bebchuk (1994); Nelissen-Grade (1997), p. 126; Assmann (1995), p. 570; Harbarth (2002), p. 322; Von der Crone (1997), p. 44; Köpfl (2000), p. 97-102; Byttemier (1993), p. 781 e.v.; Hommelhoff/Witt (2002), § 35 WpÜG, Rn. 35; Van Dyck (2000), p. 18 en 20; Bergström/Högfeldt/Macey/Samuelsson (1995), p. 518; Bergström/Högfeldt (1997); Berglöf/Burkart (2003), p. 196 e.v.

131 Zie Köpfl (2000), p. 80-85.

b. Een vermindering van de disciplinerende werking van de overnamemarkt

Een verplicht bod-regeling kan de disciplinerende werking van de overnamemarkt verminderen.¹³² Om een slecht functionerend bestuur te vervangen is de controle vereist. Indien het verkrijgen van de controle tot gevolg heeft dat een openbaar bod moet worden uitgebracht, wordt controle kostbaarder. Dit zal tot gevolg hebben dat kapitaalverschaffers minder snel bereid of in staat (zie nader § 2.3.3 sub a) zijn om de controle te verwerven teneinde corrigerend op te treden. Door de afwezigheid van deze dreiging zal het bestuur ook minder drang voelen om goed te presteren.¹³³ De biedplicht kan zelfs gaan werken als beschermingsconstructie.¹³⁴

Een kanttekening die hierbij moet worden geplaatst is dat vennootschappen in de regel zijn beschermd tegen onvriendelijke overnames, waardoor de mogelijkheid om door controleverwerving daadwerkelijk de zeggenschap uit te oefenen en bestuurders te ontslaan vaak niet bestaat. Ook de structuurregeling (art. 2:152 e.v. BW) speelt hier een rol. Door invoering van een biedplicht gaat dus weinig verloren. Dit zal echter anders worden indien de huidige tendens tot vermindering van beschermingsconstructies zich doorzet. Ook kan worden betoogd dat de invoering van een biedplicht juist ruimte biedt aan de disciplinerende werking van de overnamemarkt, omdat beschermingsconstructies dan een minder belangrijke rol zullen gaan spelen; zie nader § 2.2.9. Voorts is te verdedigen dat een biedplicht voorkomt dat een blokkerende minderheid wordt verworven die de vennootschap en haar bestuur beschermt tegen de disciplinerende werking van de markt.¹³⁵

c. De onmogelijkheid om pakketvergoedingen te betalen

Betoogd kan worden dat een verplicht bod-regeling als bezwaar heeft dat het niet mogelijk is om een pakketvergoeding te betalen. Dit is het geval indien de te bieden vergoeding ten minste gelijk dient te zijn aan de hoogste prijs die in een voorafgaande periode door de bieder voor de effecten is betaald. Aldus bijvoorbeeld art. 5 lid 4 Richtlijn. Volgens een dergelijke 'hoogste prijs-regel' zal de voor een pakket betaalde vergoeding immers ook moeten worden betaald aan de overige effectenhouders. Dit is niet alleen een miskenning van de economische werkelijkheid dat aan een pak-

132 In deze zin Easterbrook/Fischel (1982); Assmann (1995), p. 570; Frei (1996), § 5.3.3; Högfeldt (1993/3). Zie ook Köpfl (2000), p. 92-93.

133 Zie De Kluiver (1998/1), p. 257-258; De Kluiver (1998/3); Slagter (1999/2), p. 882.

134 Evenzo Högfeldt (1993/3), p. 188; Raaijmakers (2001/1), p. 148, Raaijmakers (2002/3), p. 221. Vgl. ook Ministers van Justitie, Financiën en Economische Zaken (1999); Rebers (2001), p. 33. Volgens Nelissen-Grade (1997), p. 126, is de Belgische verplicht bod-regeling wellicht de meest efficiënte beschermingsconstructie geworden tegen vijandelijke overnames. De Zweedse verplicht bod-regeling zou vooral zijn ingevoerd om vennootschappen waarin de familie Wallenberg een belang houdt te beschermen tegen onvriendelijke overnames, zie Hopt (2002), p. 180.

135 In deze zin DTI (1990), p. 23.

ket een meerwaarde is verbonden en in strijd met het vigerende Nederlands recht dat pakketvergoedingen toelaat, maar ook een belemmering voor de overnamemarkt.¹³⁶

In mijn opvatting dat de controlepremie aan de vennootschap toebehoort en daarvoor aan alle kapitaalverschaffers (§ 2.2.1 sub b), kan het voorgaande niet als bezwaar worden gezien. De extra vergoeding voor een pakket wordt immers vooral betaald om de controle te verwerven – in die zin komt de pakketvergoeding overeen met de controlepremie – en voor een minder belangrijk deel om niet te worden geconfronteerd met transactiekosten en een koersstijging bij het ter beurze opkopen van een belang. Zie nader § 9.6.2 sub f. Indien men van oordeel is dat de controlepremie niet aan alle kapitaalverschaffers gezamenlijk toebehoort, kan het bezwaar van het niet kunnen betalen van een pakketvergoeding worden weggenomen door de minimaal te bieden prijs niet te koppelen aan de prijs die is betaald om de controle te verwerven. Art. 5 lid 4 Richtlijn biedt hiervoor echter geen ruimte. Een andere oplossing, die wel geoorloofd lijkt te zijn volgens de Richtlijn, is het creëren van een uitzondering voor pakketvergoedingen. Overigens kan een pakketvergoeding wel worden betaald indien de transactie plaatsvindt buiten de periode waarin gelijke behandeling is voorgeschreven.

d. Het belemmeren van een management buy-out of buy-in

Een verplicht bod-regeling kan een zgn. management buy-out of buy-in belemmeren. Leden van het bestuur of externe kapitaalverschaffers die in de vennootschap een belang verwerven dat de biddrempel overschrijdt zullen immers een bod moeten uitbrengen op de overige effecten. Een dergelijke management buy-out of buy-in is na invoering van een verplicht bod-regeling dus nog slechts mogelijk als alle effecten worden verworven.

De onmogelijkheid van zulk een partiële management buy-out of buy-in is naar mijn oordeel geen reden om een verplicht bod-regeling achterwege te laten. Desgewenst kan voor dergelijke gevallen vrijstelling worden verleend (zie § 8.6.6). Overigens is een management buy-out of buy-in nog wel mogelijk indien een belang wordt verworven dat onder de biedgrens ligt.

e. Het belemmeren van een herstructurering van een noodlijdende vennootschap

Een biedplicht kan een reddingsparticipatie in een noodlijdende vennootschap in de weg staan. Vaak zal de redder niet bereid of in staat zijn om alle effecten van de arm-lastige vennootschap te verwerven, maar wil hij wel de controle verkrijgen. Indien de redder door het nemen van een controlerend belang wordt gedwongen een openbaar bod uit te brengen, zal hij waarschijnlijk afzien van zijn participatie. Hetzelfde probleem doet zich voor bij andere reddingsacties, zoals afstempeling, inkoop en con-

136 Vgl. ook Davies (2002/1), p. 14-15.

versie van obligaties in aandelen. Een verplicht bod-regeling biedt de effectenhouders in deze gevallen weliswaar bescherming tegen bijvoorbeeld machtsmisbruik, maar kan er ook de oorzaak van zijn dat de effectenhouders beschermd ten onder gaan in een failliete vennootschap.¹³⁷

Dit is naar mijn oordeel een zwaarwegend bezwaar van een biedplicht, dat echter eenvoudig kan worden weggenomen door vrijstelling te verlenen voor reddingsoperaties (zie nader § 8.5.8).

2.3.3. Overige financieel-economische bezwaren van een biedplicht

a. Financieringsproblemen van de bieder

Indien de verplicht bieder als vergoeding contanten moet aanbieden, kan hij in financieringsproblemen geraken. Dit zal het geval zijn als de bieder over onvoldoende kasmiddelen beschikt en niet de mogelijkheid heeft contanten te verwerven, bijvoorbeeld door een lening of het uitgeven van nieuwe aandelen. Ingeval wel vreemd vermogen wordt aangetrokken, kan dit gepaard gaan met bedrijfseconomisch belastende financieringstechnieken, gevolgd door onttrekkingen (zie ook § 2.2.2) of verkoop van onderdelen, niet op bedrijfseconomische gronden – althans niet in het belang van de onderneming – maar ter nakoming van de aangegane verplichtingen.¹³⁸

Dit financieringsprobleem is geen reden om af te zien van invoering van een biedplicht. Degene die de controle verwerft maar niet in staat is om een verplicht bod te financieren, heeft dat aan zichzelf te wijten en behoeft niet te worden beschermd. Voor het geval dat per abuis of door externe factoren (bijvoorbeeld inkoop door de doelvennootschap) de controle wordt verkregen, maar ook voor andere gevallen, kan worden bepaald dat er geen biedplicht geldt indien het controlerend belang direct wordt afgebouwd tot onder de biedgrens (gratieregeling, § 8.3).

Daarnaast kan het financieringsprobleem worden ondervangen door te bepalen dat de verplicht bieder ter vergoeding eigen effecten mag aanbieden. Om te garanderen dat een daadwerkelijke exit wordt geboden, moet dan als regel gelden dat de aangeboden effecten liquide van aard zijn. Art. 5 lid 5 Richtlijn biedt hiervoor ruimte. Aan deze liquiditeitseis kan evenwel niet elke bieder voldoen. Zie nader § 9.6.3 sub b.

Voorts kan het financieringsprobleem worden opgelost, althans verminderd, door de effecten die in het kader van het verplicht bod zijn verkregen direct daarna weer

137 Het Franse Casino nam een 38,6%-belang in het noodlijdende Laurus, met een optie tot uitbreiding naar een meerderheidsbelang (zie JOR 2003/260), hetgeen bij een verplicht bod-regeling met een 30%-drempel gevolgd zou moeten worden door een openbaar bod op de resterende aandelen. Vgl. ook Buys (1999/1), p. 3-4, die wijst op de reddingsparticipatie van DASA in Fokker die waarschijnlijk geen doorgang zou hebben gevonden bij toepasselijkheid van een biedplicht.

138 Evenzo Clark (1986), p. 497, De Leur (1993), p. 25-26, Timmerman (1998), p. 108-109, Kallmeyer (1997/1), p. 436; Wymeersch (1992/1), p. 90; Van Dyck (2000), p. 13. Vgl. ook De Kluiver (1998/1), p. 256, Houben (2000), p. 1878.

aan te bieden (herplaatsing).¹³⁹ Deze effecten zullen dan worden gekocht door kapitaalverschaffers die de aanwezigheid van een controlerend effectenhouder niet of minder bezwaarlijk achten. Met de opbrengst van deze herplaatsing kan de overbruggingslening worden afgelost die is aangegaan om het verplicht bod te financieren.

Tot slot is het denkbaar dat de verplicht bieder de resterende effectenhouders een keuze biedt tussen een vergoeding in contanten en een put-optie die de houder het recht geeft zijn effecten alsnog binnen een bepaalde periode (van bijvoorbeeld drie jaar) aan te bieden aan de controlerend effectenhouder tegen de vergoeding die bij het verplicht bod is betaald. Doordat de effectenhouders dan de zekerheid hebben dat zij op een door hen te bepalen moment alsnog kunnen uittreden, zullen zij minder geneigd zijn om hun effecten aan te bieden, wat een drukkende werking heeft op de financieringslasten van de bieder.¹⁴⁰ Een risico hiervan is dat juist tegen de tijd dat aan de garantie behoefte bestaat, de controlerend effectenhouder insolvent kan zijn.

Aan effectenhouders die op het moment van invoering van de biedplicht reeds een controlerend belang hebben (bestaande situaties) kan vrijstelling worden verleend, zodat deze categorie in geen geval in financieringsproblemen geraakt (§ 8.5.1).

b. Het belemmeren van samenwerkingsverbanden

Een verplicht bod-regeling kan economisch zinvolle vormen van samenwerking belemmeren, hetgeen een argument zou kunnen zijn tegen invoering van een biedplicht. Het is bijvoorbeeld niet mogelijk dat vennootschappen in het kader van een strategische alliantie in elkaar deelnemen voor zover de deelneming de biedgrens overschrijdt.¹⁴¹ De mogelijkheid van kruislingse participatie is wenselijk, onder meer omdat ondernemingen zich hiermee aan elkaar kunnen committeren. Voorts kan samenwerken kwalificeren als 'handelen in onderlinge overeenstemming' ('acting in concert'), wat eveneens tot een ongewenste biedplicht kan leiden. Om te voorkomen dat de biedplicht wordt ontweken, zal namelijk moeten worden bepaald dat belangen van effectenhouders die met elkaar in overeenstemming handelen aan elkander worden toegerekend (zie § 7.5).¹⁴²

139 Zie ook Hommelhoff/Witt (2002), § 35 WpÜG, Rn. 36; Houben (2000), p. 1877, Wymeersch (1992/1), p. 96. Deze constructie werd door PPR overwogen inzake de door haar in het kader van de schikking met LVMH en Gucci aangegane verplichting om in 2004 een openbaar bod uit te brengen op de resterende aandelen in Gucci, zie Johnson (2002). Vgl. Consob-Newsletter (2003) voor een verplicht bod naar Italiaans recht gevolgd door een herplaatsing om de free float te vergroten.

140 Zie Geens (2000), p. 528-529, voor deze in België gehanteerde methode. Vgl. ook De Kluiver (1998/2), p. 284.

141 Evenzo De Kluiver (1998/1), p. 256.

142 Men denke aan het geval dat twee ondernemingen beide een 16%-belang hebben in een derde onderneming en dat eerstgenoemde ondernemingen besluiten om een samenwerkingsverband aan te gaan. Dit kan ertoe leiden dat hun belangen voor de toepassing van de verplicht bod-regeling worden samengeteld, waardoor er voor hen – verondersteld dat de biedgrens op 30% ligt – een biedplicht ontstaat.

Naar mijn oordeel behoeft deze problematiek de invoering van een biedplicht niet in de weg te staan. Kruislingse participaties onder de biedgebren blijven onverkort mogelijk, zodat die vorm van samenwerking niet wordt belemmerd. Kruislingse participaties boven de 30%- of 50%-grens komen in de praktijk weinig voor. Voorts kunnen de bezwaren voor een belangrijk deel worden weggenomen door hiervoor in de verplicht bod-regeling voorzieningen te treffen. Bepaald kan bijvoorbeeld worden dat er slechts een biedplicht bestaat indien de controle *daadwerkelijk* wordt uitgeoefend. Een passieve kruislingse participatie leidt dan niet tot een biedplicht. Zie § 7.3.2 en § 7.4.3 sub d voor bezwaren van een dergelijk feitelijk controlebegrip. Voorts kan worden bepaald dat het in onderlinge overeenstemming handelen alleen tot een biedplicht kan leiden indien het handelen betrekking heeft op het uitoefenen van het stemrecht in de desbetreffende vennootschap, en dus niet indien slechts anderszins door de effectenhouders wordt samengewerkt (bijvoorbeeld op het gebied van inkoop, verkoop, distributie of productontwikkeling).¹⁴³

c. Een toename van concentratie van effectenbezit

Als argument tegen de biedplicht wordt genoemd dat dit leidt tot een ongewenste concentratie van effectenbezit.¹⁴⁴ Een dergelijke hoge concentratie zou een efficiënte werking van de markten in de weg staan.¹⁴⁵

Dit argument overtuigt niet. Allereerst zal een biedplicht vaak een preventieve werking hebben, in die zin dat de regeling voorkomt dat een belang wordt verworven dat de bieddrempel overschrijdt. Deze categorie is waarschijnlijk van groter gewicht dan het aantal gevallen waarin door de biedplicht een toename van concentratie plaatsvindt. Aldus gaat de biedplicht concentratie juist tegen.¹⁴⁶ Indien er wel een verplicht bod wordt uitgebracht, zal de concentratie bij de desbetreffende doelvennootschap toenemen. Gelijktijdig kan er echter een concentratievermindering optreden bij andere vennootschappen, namelijk indien de verplicht bieder voor de financiering van het bod andere belangen vermindert. In die gevallen zal er per saldo weinig veranderen.¹⁴⁷ Voorts is het mogelijk dat de controlerend effectenhouder de door het verplicht bod verworven effecten herplaatst (§ 2.3.3 sub a), waardoor er evenmin een toename van concentratie zal zijn. Overigens kan concentratie van effectenbezit ook positieve gevolgen hebben, bijvoorbeeld op de resultaten van de vennootschap (zie § 2.3.3 sub f).

143 Vgl. ook De Leur (1993), p. 25-26; De Kluiver (1998/1), p. 256; Slagter (1998), p. 50

144 Weisgerber (1997), p. 426, Werner (1989), p. 15; Kallmeyer (1997/1), p. 436 Vgl. ook Hommelhoff/Witt (2002), § 35 WpÜG, Rn. 36.

145 Vgl. Wymeersch (2002), p. 539

146 Enzo Assmann (1995), p. 570, Hommelhoff/Kleindiek (1990), p. 106. Vgl. ook Adams (1990), p. 248 e.v., Raaijmakers (2002/1), p. 162 In het Verenigd Koninkrijk, dat een bieddrempel kent van 30%, bestaan relatief veel participaties van 29,9%, zie De Jong/Moerland (2002), p. 327

147 Houben (2000), p. 1877.

d. Het belemmeren van risicospreiding

Een verplicht bod-regeling heeft als bezwaar dat het voor effectenhouders niet langer mogelijk is risico's te spreiden door in verschillende vennootschappen een controlerend belang te verwerven zonder daarbij alle effecten te verkrijgen.¹⁴⁸

Dit is geen zwaarwegend bezwaar. Ook bij een verplicht bod-regeling is het nog steeds mogelijk om risico's te verdelen, zolang maar geen controlerend belang wordt verworven. Degene die wel een controlerend belang wenst te verwerven zal waarschijnlijk minder waarde hechten aan risicospreiding of een belegd vermogen hebben van een dusdanige omvang (bijvoorbeeld een institutionele belegger) dat het controlerend belang daarvan slechts een klein onderdeel uitmaakt.

e. Delisting van de doelvennootschap

Een verplicht bod zal doorgaans tot gevolg hebben dat de controlerend effectenhouder de overgrote meerderheid van de effecten verkrijgt. Bij een beursgenoteerde vennootschap zal dit vaak worden gevolgd door de beëindiging van de notering ('delisting'). Aan een delisting kunnen verschillende bezwaren zijn verbonden.

Het eerste bezwaar dat de doelvennootschap hierdoor minder mogelijkheden heeft om nieuw kapitaal aan te trekken,¹⁴⁹ is te overzien. Zodra de vennootschap behoefte heeft aan nieuw kapitaal, kan zij wederom een beursnotering aanvragen. Mits in de verplicht bod-regeling wordt bepaald dat er bij een IPO geen biedplicht geldt (zie § 8.5.2), kan dit hernieuwde beroep op de kapitaalmarkt zonder problemen geschieden. Voorts is het mogelijk dat de moedervenootschap (de verplicht bieder) ter beurze is genoteerd, zodat langs die weg kapitaal kan worden verkregen voor de dochter. Daarnaast geldt in het algemeen dat er buiten de beurs voldoende mogelijkheden bestaan om kapitaal aan trekken, zodat een delisting niet onoverkomelijk is.

Een ander bezwaar van een delisting zou kunnen zijn dat de doelvennootschap niet langer aan de zgn. 'tucht van de markt' is onderworpen, hetgeen tot gevolg kan hebben dat de vennootschap minder presteert. Hiertegen kan worden ingebracht dat ook niet-genoteerde vennootschappen te maken hebben met een markt van kapitaalverschaffers die de vennootschap beoordelen op haar prestaties. Overigens is in verschillende onderzoeken naar voren gekomen dat op langere termijn niet genoteerde vennootschappen een vergelijkbaar resultaat behalen als genoteerde vennootschappen.

Tot slot kan worden opgemerkt dat een vermindering van het aantal ter beurze (lees: Euronext Amsterdam) genoteerde ondernemingen nadelig is voor de handel op de beurs en daardoor voor de mogelijkheid om via de beurs kapitaal aan te trekken.¹⁵⁰ Tegen dit bezwaar, en ook tegen de overige bezwaren, kan worden ingebracht dat een biedplicht vooral preventief werkt, waardoor het slechts in weinig gevallen tot een

-- --

148 Vgl. Clark (1986), p. 497, Slagter (1999/2), p. 882; DeMott (1983), p. 992

149 De Leur (1993), p. 25-26.

150 Zie ook Weisgerber (1997), p. 426.

delisting zal komen. Voorts geldt – ook in alle gevallen – dat de bieder niet tot delisting hoeft te besluiten, bijvoorbeeld niet indien hij de verworven effecten herplaatst (zie § 2.3.3 sub a). Daarnaast is het mogelijk, en in de praktijk niet ongebruikelijk, dat de overnemer een notering aanvraagt op de beurs waar de doelvennootschap is genoteerd.

f. Vennootschappen met een controlerend effectenhouder presteren beter

Uit onderzoeken is gebleken dat vennootschappen met een controlerend effectenhouder doorgaans beter presteren dan vennootschappen zonder een controlerend effectenhouder.¹⁵¹ Vaak zijn controlerende effectenhouders in staat om door het uitoefenen van strak toezicht op het bestuur de winstgevendheid van de vennootschap te vergroten.¹⁵² Indien een biedplicht tot gevolg heeft dat effectenhouders minder snel de controle verwerven en derhalve minder vennootschappen een controlerend effectenhouder hebben, is dit een argument tegen de biedplicht.

Dit kan anders zijn indien een biedplicht tot gevolg heeft dat de concentratie van effectenbezit bij de controlerend effectenhouder toeneemt en dit een positieve invloed heeft op de prestaties van de vennootschap. Hieromtrent zal nader economisch onderzoek moeten worden verricht.

g. Aantasting van de waarde van bestaande controlerende belangen

De invoering van een biedplicht zal de waarde van bestaande controlerende belangen aantasten.¹⁵³ Aan een controlerend belang is een meerwaarde verbonden, onder meer omdat met een relatief kleine investering de gehele vennootschap wordt beheerst. Indien door invoering van de biedplicht degene die een controlerend pakket overneemt een bod moet uitbrengen op de resterende effecten, verliest het controlerend pakket een belangrijk deel van zijn aantrekkelijkheid. Dit zal tot uitdrukking komen in de verkoopprijs. Deze aantasting van de waarde is vooral onredelijk indien de controlerend effectenhouder vóór de invoering van de biedplicht voor de verwerving van zijn controlerend belang een controlepremie heeft betaald.

Dit bezwaar is geen reden om van invoering van de biedplicht af te zien. Allereerst wordt de controlerend effectenhouder slechts met de waardedaling geconfronteerd bij verkoop van zijn belang. Indien hij zijn belang aanhoudt heeft de biedplicht geen

151 Zie bijvoorbeeld Moerland/Van Helleman/Nijman (2000), p. 41 e.v.; Renneboog (2000). Andere – oudere – onderzoeken geven een minder duidelijk, en soms tegengesteld, beeld, zie § 2.2.2; Van Kampen/Van de Kraats (1995); Chang/Mayers (1995) en de studies genoemd in De Jong (2001/1), p. 157 e.v. Vgl. ook Wymeersch (2002), p. 540; Gugler (2001), m.n. p. 201, 207; Skog (1997), p. 47.

152 Timmerman (2003), p. 82

153 Vgl. ook Davies (2002/1), p. 14-15, De Kluyver (1998/1), p. 256. Zie over de invloed van de invoering van de biedplicht op de waarde van de onderneming: Bergström/Högfeldt (1994); Bergström/Högfeldt/Molin (1997).

financiële consequenties. Voorts doet het probleem zich slechts voor bij een gedeelte van de ondernemingen. Circa $\frac{1}{3}$ van de beursvennootschappen heeft een controlerend effectenhouder (§ 8.5.1). Van deze groep heeft maar een klein deel voor de verkrijging van het controlerend belang een controlepremie betaald. In het merendeel van de gevallen wordt het controlerend belang gehouden door de oprichters althans de personen die de vennootschap naar de beurs hebben gebracht. Het belang van een verplicht bod-regeling weegt zwaarder dan het belang van dit beperkte aantal controlerende effectenhouders dat zijn belang gaat verkopen. Denkbaar is om controlerende effectenhouders die hun belang vervreemden, van overheidswege voor dit verlies te compenseren.¹⁵⁴ Een andere oplossing is om te bepalen dat de verkrijger van een controlerend pakket wordt vrijgesteld van de biedplicht (§ 8.6.14).

2.3.4. *Effectenhouders die niet op het bod ingaan raken nog meer bekneld*

Effectenhouders die niet op het verplicht bod ingaan, zullen in een minder aantrekkelijke situatie geraken dan vóór het verplicht bod. De concentratie van effectenbezit zal toenemen, waardoor onder meer de verhandelbaarheid van de effecten afneemt, de gezamenlijke overige effectenhouders waarschijnlijk nog minder rechten kunnen uitoefenen en het gevaar van machtsmisbruik kan toenemen.

Dit bezwaar is geen reden om invoering van de biedplicht achterwege te laten. Effectenhouders die niet op het bod ingaan blijven willens en wetens achter in een vennootschap waaraan deze bezwaren zijn verbonden en kunnen daarom niet met recht aanvoeren nog meer bekneld te geraken.

2.4. Standpunten in de praktijk en de literatuur

2.4.1. *Praktijk*

In de praktijk zijn de meningen over een verplicht bod-regeling verdeeld.¹⁵⁵ Voor invoering van een biedplicht hebben zich uitgesproken: Commissie Peters¹⁵⁶, Euro-

154 Vgl. de in art. 11 lid 5 Richtlijn opgenomen verplichting om aandeelhouders met bijzondere rechten, bijvoorbeeld meervoudig stemrecht, schadeloos te stellen voor het verlies daarvan als gevolg van de doorbraakregeling van art. 11 Richtlijn. Zie ook de aan deze compensatieregeling ten grondslag liggende adviezen: Economische en Monetaire Commissie (2003/1), amendement 20; Europees Parlement (2003/2), amendement 20; Dauner Lieb/Lamandini (2002), p. 41 e.v.

155 Vgl. voor een overzicht Nieuwe Weme (2002/1), p. 207-208; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 519 e.v. Zie § 2.2 en 2.3 voor argumenten uit de praktijk.

156 Commissie Peters (1997), p. 26-27 en 39 (aanbeveling 33). Zie Monitoring Commissie Corporate Governance (1998), p. 52 e.v., voor standpunten van ondernemingen inzake deze aanbeveling, waarover ook Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 522-523 (met aandacht voor de vraag of de aanbeveling tot de vennootschap is gericht en door haar kan worden opgevolgd). De Commissie Tabaksblat (2003) heeft zich niet uitgesproken over de wenselijkheid van een verplicht bod-regeling.

next Amsterdam¹⁵⁷, AFM¹⁵⁸, VEB¹⁵⁹, SCGOP¹⁶⁰, Oppelaar en Banz (in hoedanigheid van advocaat)¹⁶¹, Europese Commissie, Raad van Ministers, Europees Parlement¹⁶², Euroshareholders¹⁶³, Commissie Winter¹⁶⁴ en Practitioners Working Group on Takeovers¹⁶⁵. Ook het ministerie van Financiën lijkt, gelet op het consultatiedocument verplicht bod, voorstander te zijn van een biedplicht.¹⁶⁶

Tegen invoering van een biedplicht zijn SER¹⁶⁷, VEUE¹⁶⁸, VNO-NCW¹⁶⁹ en FNV¹⁷⁰.

2.4.2. Literatuur

In de literatuur bestaat er evenmin eenstemmigheid over het verplicht bod.¹⁷¹ Voorstander zijn: De Kluiver¹⁷², Ruding¹⁷³, Rietkerk¹⁷⁴, Van Solinge¹⁷⁵, Rebers¹⁷⁶, Willems¹⁷⁷, Bartman¹⁷⁸, Van Olffen¹⁷⁹ en waarschijnlijk ook Eisma¹⁸⁰. Daarnaast bepleit

157 Euronext (2002), p. 1.

158 AFM (2002), p. 1; STE (1989), p. 3-4

159 VEB (2002), p. 1; De Vries (1999)

160 SCGOP (2002), p. 1.

161 Oppelaar/Banz (2002), p. 1-2.

162 Getuige de op 21 april 2004 aangenomen dertiende EG-richtlijn (zie § 3.1).

163 Een samenwerkingsverband van Europese verenigingen van aandeelhouders, waaronder VEB, te kennen uit Van Ginneken (2001), p. 160

164 Commissie Winter (2002), p. 45 e.v.

165 Practitioners Working Group on Takeovers (2002), p. 3. Deze werkgroep is opgericht door FESE en FBE, samenwerkingsverbanden van resp. beurzen en banken.

166 Zie Nieuwe Weme (2002/1), p. 207

167 SER-advies 1990/18, p. 22-24 en p. 34; SER-advies 2001/02, p. 24. In SER-advies 1996/03 wordt geen (duidelijk) standpunt ingenomen over de wenselijkheid van een verplicht bod.

168 VEUE (2002), p. 1

169 VNO-NCW (2002), p. 5.

170 FNV (2002), p. 1.

171 Vgl. voor een overzicht Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 519 e.v. Zie § 2.2 en 2.3 voor argumenten in de literatuur

172 De Kluiver (1998/1), De Kluiver (1998/3); De Kluiver (2003/2), p. 62-63, 102. Zie voor zijn oude standpunt dat het verplicht bod geen aanbeveling verdient: De Kluiver (1996/1), p. 25 e.v., De Kluiver (1996/2), p. 1446 e.v.

173 Ruding (1997), p. 299.

174 Rietkerk (1992).

175 Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 524.

176 Rebers (2001), p. 32; Rebers (2002).

177 Willems (2000), p. 44.

178 Bartman (2002).

179 Van Olffen (2000), p. 26

180 Eisma (1998/1), p. 99, en (1998/2), p. 119-120, is voorstander van het verplicht bod inzake art. 359h lid 2 wetsvoorstel 25 732 betreffende de ontmanteling van beschermingsconstructies. Waar de bescherming van de minderheidsaandeelhouders wordt opgeheven, past het volgens hem om hen een exit aan te bieden. Hieruit kan worden geconcludeerd dat Eisma in ieder geval een biedplicht voorstaat voor onbeschermd vennoetschappen.

het Forum Europeum Konzernrecht een biedplicht.¹⁸¹

Tegen de biedplicht zijn: Van der Grinten¹⁸², Slagter¹⁸³, Buijs¹⁸⁴, Raaijmakers¹⁸⁵, Timmerman¹⁸⁶ en De Leur¹⁸⁷. Honée¹⁸⁸ en Krouwel¹⁸⁹ plaatsen kanttekeningen bij een biedplicht, zonder zich daartegen expliciet uit te laten.¹⁹⁰

2.5. Conclusie

Daargelaten de verplichting uit de Richtlijn, zijn er naar mijn oordeel drie redenen om een verplicht bod-regeling in Nederland in te voeren. De eerste twee redenen liggen ook ten grondslag aan de biedplicht uit de Richtlijn.

Ten eerste kan met het verplicht bod de controlepremie over alle effectenhouders worden verdeeld. De controlepremie behoort mijns inziens toe aan de vennootschap. En omdat de kapitaalverschaffers gelijkgerechtigd zijn tot het vermogen van de vennootschap, hebben zij recht op een evenredig deel van de controlepremie. Als een aantal effectenhouders een vergoeding ontvangt waarin de controlepremie ligt besloten, incasseren deze effectenhouders tevens het deel van de controlepremie dat toekomt aan de achterblijvende effectenhouders. Door een biedplicht kan worden bewerkstelligd dat de overige effectenhouders het hun toekomende deel van de controlepremie alsnog ontvangen.

Ten tweede dient een biedplicht te worden ingevoerd teneinde de achterblijvende effectenhouders te beschermen tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder. Nederland kent weliswaar verschillende voorschriften die bescherming bieden tegen machtsmisbruik, maar van een gesloten stelsel is geen sprake en zal ook nimmer sprake kunnen zijn. Volledige bescherming kan slechts worden geboden door effectenhouders de mogelijkheid te bieden de vennootschap te verlaten.

181 Forum Europaeum Konzernrecht (1998), p. 725 e.v., waarover Timmerman (1999/1), p. 103.

182 Van der Grinten (1992), p. 274-275.

183 Slagter (1998), p. 50; Slagter (1994/1), p. 175

184 Buijs (1995), p. 276; Buijs (1998/1), p. 59 e.v., Buijs (1998/2), Buijs (1998/3), p. 326, Buijs (1999/1), p. 3-4

185 Raaijmakers (1996), p. 68; Raaijmakers (1997), p. 114 e.v.

186 Timmerman (1998); Timmerman (1999/3), p. 1498; Timmerman (1999/2), p. 280; Timmerman (2002/4), wiens kritiek blijkens deze laatste publicatie minder zwaar is geworden ('niet echt nodig, maar ook niet zeer bezwaarlijk')

187 De Leur (1993), p. 25-26

188 Honée (1997)

189 Krouwel (1993/2), p. 271 e.v.

190 Van de buitenlandse tegenstanders noem ik Hommelhoff/Kleindiek (1990), p. 106; Assmann (1995), p. 570, Grunewald (1989), p. 1238; Mertens (1990), p. 256 e.v., Wymeersch (1992/1); Wymeersch (1992/2); Wymeersch (1991/1), p. 630 e.v., Byttebier (1993), p. 772-785; Altmeyden (2001), p. 1082-1083; Skog (1997), p. 54; Kallmeyer (1997/2); Högfeldt (1993/3).

Het derde argument voor invoering van een biedplicht is de concurrentiepositie van Nederland. Goede bescherming van kapitaalverschaffers heeft een drukkende werking op de kapitaalkosten van Nederlandse ondernemingen en komt daardoor de concurrentiekracht van Nederlandse ondernemingen ten goede. Van belang hierbij is dat vrijwel alle Europese landen een biedplicht kennen.

Deze drie argumenten winnen aan kracht door de toenemende druk – door markt en regelgeving – op beschermingsconstructies. Hierdoor is het bestuur van de doelvennootschap minder gemakkelijk in staat om een bod op alle effecten af te dwingen en bescherming te bieden tegen machtsmisbruik. De biedplicht kan een verlies van beschermingsconstructies compenseren.

De bezwaren van een biedplicht kunnen voor een belangrijk deel worden weggenomen door daarvoor voorzieningen te treffen. Om financieringsproblemen van de bieder te voorkomen kan bijvoorbeeld worden bepaald dat het verplicht bod in liquide aandelen mag luiden. Voorts kan voor verschillende situaties vrijstelling worden verleend, zoals voor bestaande controlerende belangen en reddingsparticipaties in noodlijdende vennootschappen. Daarnaast kan worden bepaald dat de biedplicht vervalt indien het controlerend belang wordt afgebouwd tot onder de biedgrens en geen zeggenschap is uitgeoefend (gratieregeling).

Het voorgaande betekent allereerst dat de invoering van een biedplicht in Nederland gewenst is en dat er vooralsnog geen reden is om bij de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn in 2011 te pleiten voor het schrappen van de verplicht bod-regeling. Dit kan anders worden, indien de verplicht bod-regeling in de praktijk onvoorziene en ongewenste gevolgen blijkt te hebben.

Voorts dient de verplicht bod-regeling aldus te worden vormgegeven dat de controlepremie evenredig over de effectenhouders wordt verdeeld, de achterblijvende effectenhouders worden beschermd tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder en de concurrentiepositie van Nederlandse ondernemingen wordt verbeterd.

3. DERTIENDE EG-RICHTLIJN

‘[D]er Paketzuschlag sei nichts anderes als ein Bonus für die Kontrolle über die Geschäftstätigkeit der Gesellschaft und stehe daher allen Aktionären nach Maßgabe ihrer Beteiligungsquote zu. Mit der Pflicht des Erwerbers zur Übernahme zum selben Preis finde dieses Problem seine Lösung.’

T Baums, Übernahmeregeln in der Europäischen Gemeinschaft, *Zeitschrift für Wirtschaftsrecht* 1989

3.1. Inleiding

In 1973 verzocht de Europese Commissie de Engelse hoogleraar Pennington om te komen met een voorstel voor een Europese richtlijn inzake openbare biedingen. Het in 1974 uitgebrachte voorstel¹ – waarin ook een verplicht bod-regeling was opgenomen² – werd niet door de Europese Commissie overgenomen. Wel stelde zij een werkgroep in die de praktijk van de openbare biedingen en de daarop betrekking hebbende regelgeving van de lidstaten nader moest onderzoeken.³ Naar aanleiding van de rapportage van deze werkgroep deed de Europese Commissie in 1977 aan de lidstaten de – niet-bindende – aanbeveling om een verplicht bod-regeling in te voeren.⁴

In haar White Paper, *Completing the Internal Market*, van 14 juni 1985 gaf de Europese Commissie aan de harmonisatieplannen te hervatten.⁵ In 1987 werd een informele versie voor een Europese richtlijn opgesteld, waarin een verplicht bod-regeling was opgenomen.⁶ Opmerkelijk was dat de biedplicht slechts ontstond indien de controle was verkregen door een vrijwillig bod. De gebeurtenissen rondom het onvriendelijk bod van De Benedetti op de Generale Maatschappij van België in 1988⁷

1 Pennington (1974), waarover Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1977), Krause (1996/2), p. 29-31; Lempereur (1978), p. 164 e v., Skog (1997), p. 15-16, Bradley (1986), p. 135 e v., Lambrecht (2002), p. 443

2 Art. 7 Pennington-voorstel 1974; zie voor de toelichting Pennington (1974), p. 71 e v.

3 Deze ‘working group’ bestond uit experts van de lidstaten en de hoogleraren Pennington, Wurdinger en Housin, zie Forstinger (2002)

4 Europese Commissie (1977) ‘it is desirable that all the shareholders of the company whose control has changed hands should be offered the opportunity of disposing of their securities on identical conditions’ Zie nader Lempereur (1978), p. 166 e v.

5 Europese Commissie (1985), § 139, vgl. Forstinger (2002), p. 100

6 Art. 18 Richtlijnvoorstel 1987, waarover Skog (1997), p. 17.

7 Zie uitgebreid Lamy (1990)

brachten de werkzaamheden in een stroomversnelling. Dit leidde tot het eerste officiële voorstel van de Europese Commissie van 19 januari 1989 inzake een EG-richtlijn betreffende openbare biedingen⁸, dat ook voorzag in een verplicht bod-regeling⁹. Op 14 september 1990 werd een herziene versie van het voorstel gepubliceerd, dat rekening hield met de adviezen van het Economisch en Sociaal Comité en het Europees Parlement.¹⁰ Het betrof een ambitieuze tekst die werd voorgesteld in een economisch gunstig klimaat en waarmee verregaande harmonisatie werd beoogd.¹¹ Toen het economisch tij veranderde, stuitte het voorstel op sterke weerstand van diverse lidstaten.¹² Het verbod van beschermingsmaatregelen en de biedplicht – die op dat moment slechts in enkele lidstaten was ingevoerd – waren hierbij de voornaamste struikelblokken.¹³

In overleg met de lidstaten is daarop besloten een minder gedetailleerde tekst op te stellen, wat resulteerde in het voorstel van 7 februari 1996.¹⁴ Het betrof een 'kader-richtlijn' met algemene beginselen en hoofdlijnen (zie nader § 3.3) en daardoor een minder strak geformuleerde verplicht bod-regeling. In afwijking van de eerdere Richtlijnvoorstellen werd het aan de lidstaten overgelaten om de bieddrempel vast te stellen, was het geoorloofd om het verplicht bod te richten op slechts een deel van de resterende effecten (partieel verplicht bod) en mocht invoering van de biedplicht achterwege blijven indien werd voorzien in regelgeving die vergelijkbare bescherming bood aan de achterblijvende effectenhouders.¹⁵ Na advisering door het Economisch

8 Richtlijnvoorstel 1989.

9 Art. 4 Richtlijnvoorstel 1989

10 Richtlijnvoorstel 1990. Zie over het verplicht bod in de Richtlijnvoorstellen 1989 en 1990: Economisch en Sociaal Comité (1989); Buys (1989); STE (1989); Wymeersch (1989), Baums (1989); Timmermans (1989); Steins Bisschop (1989), Commissie Harmonisatie Vennootschapsrecht (1989), Kamerstukken II, 1990-1991, 21 038, nr 22, SER-advies 1990/18; Van Solinge (1990); Perrick (1990/1); Perrick (1990/2); Europees Parlement (1990); Hommelhoff/Kleindiek (1990); Basaldua (1990), Bouwes (1991), p. 28 e v., Lontz/Wagner (1991); Wouters (1991); Steins Bisschop (1991), p. 222 e.v.; Grunewald (1991); Van Spengler (1992), Schwarz (1992); Hopt (1992), Byttebier (1993), p. 548-549, 562-563; Krouwel (1993/1), p. 29 e v.; Krouwel (1993/2); Wymeersch (1994), p. 1-3; Bergström/Högfeldt/Macey/Samuelsson (1995), p. 516 e.v.; Munschbeck (1995); Krause (1996/2), p. 32-37; Wymeersch (1996/1), p. 291-292, Skog (1997), p. 18-21, Edwards (1999), p. 393-396.

11 Vgl ook het in opdracht van de Europese Commissie verrichte onderzoek van Booz-Allen (1990) naar barrières bij overnames in de Europese Gemeenschap en de vergelijkbare studie van Coopers & Lybrand (1990), die in opdracht van het Engelse Department of Trade and Industry werd uitgevoerd.

12 Toelichting op Richtlijnvoorstel 2002, PbEG 2003, C 45 E/1

13 Krause (1996/2), p. 21 e.v.; Forstinger (2002), p. 104; Lambrecht (2002), p. 444, Hopt (1992), p. 180; Hirsch/Hertig (1992), p. 436

14 Richtlijnvoorstel 1996.

15 Art. 3 en 10 Richtlijnvoorstel 1996, zie Forstinger (2002), p. 104-105

en Sociaal Comité en het Europees Parlement werd op 11 november 1997 een herziene versie van het voorstel gepubliceerd.¹⁶

Op 21 juni 1999 bereikte de Raad van Ministers een principe-akkoord¹⁷ dat op 19 juni 2000 verwerd tot een definitieve overeenkomst, een gemeenschappelijk standpunt van de Raad (art. 251 EG-Verdrag)¹⁸. Het partieel verplicht bod en de vrijstelling van de biedplicht bij vergelijkbare bescherming werden geschrapt.¹⁹ Omdat de Raad niet alle door het Europees Parlement voorgestelde amendementen goedkeurde²⁰, was een conciliatieprocedure noodzakelijk (art. 251 lid 3-7 jo. art. 44 lid 1 EG-Verdrag).²¹ Dit leidde tot een door vertegenwoordigers van de Raad en het Europees Parlement (het bemiddelingscomité) opgestelde ontwerptekst van 6 juni 2001.²² Ondanks dit akkoord werd de tekst op 4 juli 2001 door het Europees Parlement afgewezen. Het voornaamste bezwaar was dat er door het verbod van beschermingsmaatregelen (art. 9 Richtlijnvoorstel 2001) geen 'level playing field' zou ontstaan binnen Europa (verschillende vormen van bescherming bleven onaangetast) en tussen Europa en de Verenigde Staten (waar de uitgebreide beschermingsmogelijkheden onverkort bleven bestaan).²³ De verplicht bod-regeling was geen struikelblok

16 Richtlijnvoorstel 1997. Zie over het verplicht bod in de Richtlijnvoorstellen 1996 en 1997: Economisch en Sociaal Comité (1996); Bell (1996); Raaijmakers (1996); Neye (1996); Krause (1996/3); Peter (1996), Europees Parlement (1997), Peltzer (1997); Peeters (1997), p. 19-23; Kallmeyer (1997/2); Hopt (1997); Wymeersch (1996/2); Raaijmakers (1997); Clausen/Sørensen (1998); Peijster (1998); De Kluiver (1998/1); De Kluiver (1998/2); Timmerman (1998); Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1998); Steins Bisschop (1998), Edwards (1999), p. 396-399; Clausen/Sørensen (1999).

17 Spanje maakte een 'algemeen politiek voorbehoud' in verband met een geschil met het Verenigd Koninkrijk over de regelgeving voor vennootschappen die zijn gevestigd in Gibraltar. Zie voor de tekst van het akkoord: Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 735-750.

18 Richtlijnvoorstel 2000.

19 Vgl. Forstinger (2002), p. 105-106.

20 Zie over de amendementen Buys (2001).

21 Zie Forstinger (2002), p. 114-115.

22 Richtlijnvoorstel 2001. Zie over het verplicht bod in de Richtlijnvoorstellen 2000 en 2001: Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), hoofdstuk 22; Clarke (1999), p. 65-95; Buys (1999/2); Raaijmakers (1999); Oostwouder (1999); De Mol van Otterloo (1999); Van Gerven (2000), Bundesministerium der Finanzen (2000); Europees Parlement (2000/1), Europees Parlement (2000/2); Europees Parlement (2000/3); Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), hoofdstuk 5, Neye (2000); Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2); Grunewald (2000); De Kluiver (2000); De Rooy (2000); Rombouts (2000); De Senère (2000); Schwarz (2000); Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1); Timmerman (2000); Valk (2000); Buys (2001); Schutte-Veenstra (2001/1); Schutte-Veenstra (2001/2); Francis (2001); De Jong (2001/2); De Mol van Otterloo (2001/1); Rebers (2001); Economisch en Sociaal Comité (2003).

23 Het verzet werd geleid door Duitsland, waar grote vrees bestond – mede door het geslaagde onvriendelijk bod van het Engelse Vodafone op het Duitse Mannesmann – dat het verbod van beschermingsmaatregelen zou leiden tot een uitverkoop van Duitse ondernemingen. Voorts bestond er veel tegenstand in Oostenrijk, Nederland en Griekenland. Zie ook Toelichting op Richtlijnvoorstel 2002, PbEG 2003, C 45 E/I-2; Forstinger (2002), p. 115-118; Wiesner (2004), p. 344-345, Krause (2001); Schutte-Veenstra (2001/3); Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 224.

meer, omdat inmiddels vrijwel alle lidstaten – vrijwillig – een biedplicht hadden ingevoerd.

De verantwoordelijk commissaris Bolkestein heeft daarop in 2001 een commissie van deskundigen ingesteld, onder leiding van de Nederlandse hoogleraar Winter, met als taak te adviseren op welke wijze de door het Europees Parlement opgeworpen bezwaren kunnen worden weggenomen. De Commissie Winter bracht op 10 januari 2002 haar rapport uit.²⁴ Diverse onderdelen van dit rapport zijn door de Europese Commissie verwerkt in een nieuw voorstel van 2 oktober 2002²⁵, dat echter vanwege de uiteenlopende standpunten inzake beschermingsconstructies niet op de agenda van de Raad is gekomen.

Uiteindelijk hebben het Europees Parlement en de Raad van Ministers op 21 april 2004 ingestemd met de Richtlijn.²⁶ De op dat moment voorliggende tekst was voor alle lidstaten aanvaardbaar, omdat art. 12 Richtlijn de lidstaten een keuzemogelijkheid biedt (de zgn. 'opting-out'-regeling) inzake het verbod en de doorbraak van beschermingsconstructies (art. 9 en 11 Richtlijn). Vanwege deze unanimiteit kon commissaris Bolkestein geen gebruik maken van zijn recht om het – door de lidstaten sterk uitgekleden – voorstel in te trekken. De Richtlijn dient uiterlijk op 20 mei 2006 te zijn geïmplementeerd (art. 21 Richtlijn). Ingevolge art. 5 Richtlijn moet er een verplicht bod-regeling worden ingevoerd, waarover § 3.4 e.v. De tekst van de Richtlijn is als bijlage bij dit boek opgenomen.

De verplichting tot invoering van de Richtlijn rust op de 15 oude lidstaten (Nederland, België, Luxemburg, het Verenigd Koninkrijk, Ierland, Duitsland, Oostenrijk, Frankrijk, Italië, Spanje, Portugal, Denemarken, Zweden, Finland en Griekenland) en de 10 landen die op 1 mei 2004 tot de EU zijn toegetreden (Polen, Tsjechië, Slowakije, Hongarije, Slovenië, Estland, Letland, Litouwen, Malta en Cyprus). Krachtens de EER dienen ook Noorwegen, IJsland en Liechtenstein de Richtlijn in hun nationale recht om te zetten.²⁷ Roemenië en Bulgarije zullen naar verwachting in 2007 lid worden van de EU en alsdan aan de verplichtingen uit de Richtlijn moeten hebben voldaan.

3.2. Grondslag van de Richtlijn

De grondslag van de Richtlijn is gelegen in art. 44 lid 2 sub g EG-Verdrag, dat harmonisatie van vennootschapswetgeving voorschrijft. Hiermee wordt beoogd de bescherming van aandeelhouders en crediteuren, die door de nationale wetgevingen

24 Commissie Winter (2002), waarover Schutte-Veenstra (2002/2), Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 224; Wiesner (2004), p. 345.

25 Zie over de biedplicht in Richtlijnvoorstel 2002: De Kluiver (2003/1), Timmerman (2003); De Serière (2002); Krause (2002), p. 2343; Enriques (2003).

26 Wiesner (2004), p. 346.

27 Art. 7 EER, waarover Clausen/Sørensen (1999), p. 171-172.

wordt verzekerd, op een gelijkwaardig niveau te brengen. Dit als tegenhanger van het recht van vrije vestiging (art. 43 en 48 EG-Verdrag). Voorts moet harmonisatie voorkomen dat bij oprichting van vennootschappen wordt gekozen voor de lidstaat met het meest soepele rechtsstelsel (het zgn. 'Delaware-effect') en dat door deze 'race to the bottom' lidstaten worden gedwongen om hun rechtsstelsel te versoepelen.²⁸ Tot slot wordt beoogd om het grensoverschrijdende ondernemingsverkeer te vergemakkelijken en bevorderen.²⁹

Het harmoniseren van regelgeving inzake openbare biedingen moet worden gezien in het kader van het streven van de Europese Commissie naar geïntegreerde Europese financiële markten. De Europese Commissie ziet het als haar taak om te bewerkstelligen dat effectenhouders van ter beurze genoteerde vennootschappen binnen de interne markt gelijkwaardige waarborgen genieten bij een wijziging van de zeggenschap, dat er duidelijkheid en transparantie bestaat bij overnames en dat herstructureringen niet worden verstoord door willekeurige verschillen in bestuurs- en managementcultuur. Met de Richtlijn wordt beoogd deze doelstellingen te realiseren.³⁰

3.3. Inhoud van de Richtlijn

Anders dan de Richtlijnvoorstellen van 1989 en 1990, die gedetailleerde bepalingen bevatten, zijn de voorstellen van 1996 en later, en de definitieve tekst van de Richtlijn, door toepassing van het subsidiariteitsbeginsel (art. 5 EG-Verdrag), minder uitvoerig.³¹ Gekozen is voor een kaderrichtlijn waarin een aantal gemeenschappelijke beginselen is neergelegd, die op hoofdlijnen zijn uitgewerkt. Dit raamwerk dient door

28 Door HvJEG 9 maart 1999, JOR 1999/117 nt. Van Solinge, NJ 2000, 48 nt. PV (Centros); HvJEG 5 november 2002, JOR 2003/4 nt. Van Solinge; NJ 2003, 58 nt. PV (Überseering)-en HvJEG 30 september 2003, JOR 2003/249 nt. Vossestein (Inspire Art), alsmede door de Europese vennootschap (SE), lijkt het Delaware-verschijnsel binnen de EU reële kansen te krijgen. Zie hierover ook Timmermans (2002) en Winter (2002).

29 Vgl. Edwards (1999), p. 3 e.v.; Forstinger (2002), p. 25 e.v.; Kapteyn/VerLoren van Themaat (2003), p. 612-614; Schutte-Veenstra (1997), p. 2; Lauwaars/Timmermans (2003), p. 226-227; Lambrecht (2002), p. 444-445; Maeijer (1971); Hopt (1999). Zie in het algemeen over de problemen bij harmonisering van overnameregelgeving en vennootschapsrecht in Europa Hopt (1992) en Timmermans (2002).

30 Overwegingen 1, 2 en 3 Richtlijn; Toelichting op Richtlijnvoorstel 2002, PbEG 2003, C 45 E/2-3; Toelichting op Richtlijnvoorstel 1996, COM (95) 655 def., p. 2; Questions and Answers van de Europese Commissie (2000), nr. 1; Lambrecht (2002), p. 445 e.v.

31 Vgl. ook overweging 25 Richtlijn. Zie over het subsidiariteitsbeginsel: Kapteyn/VerLoren van Themaat (2003), p. 116-120; Hopt (1999), p. 48-50; Forstinger (2002), p. 31-32; Clausen/Sørensen (1999), p. 173-177; Lauwaars/Timmermans (2003), p. 40-41; Wiesner (2004), p. 344; Slaughter and May (1997), p. 80, waarin ook is opgenomen het standpunt van het Panel en Vaughan dat Richtlijnvoorstel 1996 in strijd is met het subsidiariteitsbeginsel omdat haar doelstellingen ook door de lidstaten zelf kunnen worden verwezenlijkt.

de lidstaten nader te worden ingevuld. Deze vorm van minimumharmonisatie³² biedt de lidstaten de mogelijkheid bij de tenuitvoerlegging rekening te houden met hun nationale gebruiken.³³

Art. 3 lid 1 Richtlijn vermeldt de volgende zes beginselen waarmee de nationale voorschriften die de Richtlijn gestalte geven in overeenstemming moeten zijn:³⁴

- a. Houders van effecten van dezelfde soort worden gelijkwaardig behandeld; bovendien worden de overige effectenhouders beschermd indien een persoon de controle over de vennootschap verwerft.
- b. Effectenhouders beschikken over voldoende tijd en inlichtingen om met kennis van zaken over het bod te kunnen beslissen.
- c. Het bestuur en de RvC van de doelvennootschap handelen in het belang van de vennootschap als geheel en mogen de effectenhouders niet de mogelijkheid ontzeggen om over de merites van het bod te beslissen.
- d. Er ontstaan geen oneigenlijke markten in de betrokken effecten.
- e. Een bod wordt eerst aangekondigd indien verzekerd is dat de bieder de geboden vergoeding kan voldoen.
- f. De doelvennootschap wordt door een bod niet langer dan redelijk is in haar werkzaamheden gehinderd.

De overige bepalingen uit de Richtlijn zijn minimumeisen om deze beginselen te realiseren (art. 3 lid 2 sub a Richtlijn). De lidstaten kunnen verdergaande eisen stellen (art. 3 lid 2 sub b Richtlijn). Zie nader § 3.6.

Naast de officiële toelichting op de verschillende Richtlijnvoorstellen, zijn voor de uitleg van de Richtlijn van belang de 'Questions and Answers van de Europese Commissie'. Het betreft op de website van de Europese Commissie³⁵ gepubliceerde documenten met vragen en antwoorden inzake verschillende Richtlijnvoorstellen. De status van deze documenten is onduidelijk. Zij zijn opgesteld door ambtenaren die werkzaam zijn bij de Europese Commissie, Directoraat Generaal XV. Een eerste uitgebreide versie van 18 juni 1999³⁶ is kort voor de vergadering van de Interne Markt Raad van 21 juni 1999 namens de Europese Commissie verspreid onder de leden van de verschillende onderhandelingsdelegaties met als doel de laatste onduidelijkheden

32 Kapteyn/VerLoren van Themaat (2003), p. 268-287; Lauwaars/Timmermans (2003), p. 272.

33 Overweging 26 Richtlijn; Toelichting op Richtlijnvoorstel 1996, COM (95) 655 def., p. 2 en 4. Zie ook Bull. EG 12-1992, p. 18. Volgens sommigen laat de Richtlijn de lidstaten te veel ruimte voor nadere uitwerking, zodat van daadwerkelijke harmonisering geen sprake zal zijn. In deze zin Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1998), p. 2; Andenas (1997), p. 101; Raaijmakers (1999), p. 294; Raaijmakers (2001/2), p. 141-142; Van Olffen (1999), p. 844. Anders Buys (1999/2), p. 227. Vgl. ook Clarke (1999), p. 81, STE (1989), p. 1-2.

34 Zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 419 e.v.; Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 226-227.

35 www.europa.eu.int/com.

36 Zie voor de tekst Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 753-765.

en twijfel bij de lidstaten weg te nemen. Nadien zijn er diverse verkorte versies gepubliceerd. Voorts zijn relevant voor de uitleg van de Richtlijn een zestal 'declarations to be included in the Council minutes' van 21 juni 1999³⁷ en één 'statement to be entered into the minutes of the Council' van 27 november 2003³⁸. De status van deze 'Verklaringen voor de Raadsnotulen' is evenmin duidelijk.

Volgens de 'Questions and Answers' van 1999 is de dertiende EG-richtlijn in hoofdlijnen gebaseerd op de biedingsregeling van het Verenigd Koninkrijk (City Code, § 4.2).³⁹ Gelet op de onduidelijke status van de Questions and Answers alsmede het feit dat dit document slechts werd gebruikt voor Richtlijnvoorstel 2000, kan niet zonder meer worden gezegd dat voor de uitleg van de Richtlijn aansluiting moet worden gezocht bij de City Code.⁴⁰

3.4. Het rechtsbeginsel waarop de biedplicht uit de Richtlijn is gebaseerd

Onduidelijk is op welk algemene beginsel van art. 3 lid 1 Richtlijn (zie § 3.3) de biedplicht berust. Volgens de toelichting is het doel van het verplicht bod om aan alle effectenhouders die de gewijzigde zeggenschap niet op prijs stellen de mogelijkheid te bieden zich uit de vennootschap terug te trekken.⁴¹ De motivering schiet hier tekort.⁴²

Het antwoord lijkt besloten te liggen in het gelijkheidsbeginsel van art. 3 lid 1 sub a Richtlijn, volgens welk bij controleverwerving de achterblijvende effectenhouders

37 Verklaringen voor de Raadsnotulen (1999). Het betreft vier verklaringen van de Europese Commissie en de Raad tezamen, één verklaring van de Commissie alleen, één verklaring van de Ierse delegatie en één verklaring van de delegatie van het Verenigd Koninkrijk. De verklaringen zijn opgenomen in de notulen van de Raad. Zie voor de tekst Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 750-751.

38 Verklaring voor de Raadsnotulen (2003) Het betreft een verklaring van de Europese Commissie en de Raad tezamen, die in essentie gelijk is aan de eerste verklaring van de hiervoor genoemde Verklaringen voor de Raadsnotulen (1999)

39 Questions and Answers van de Europese Commissie (1999), nr. 21. Enzo Kallmeyer (1997/1), p. 444; Krause (1996/2), p. 228; Timmerman (1999/2), p. 281, Skog (1997), p. 6-7

40 In gelijke zin Timmerman (1999/2), p. 281. Zie voorts Andenas (1997), p. 104.

41 Toelichting op Richtlijnvoorstel 1996, COM (95) 655 def., p. 9. Vgl. ook de weinig heldere toelichting bij het Pennington-voorstel 1974: de biedplicht heeft 'uiteraard ten doel ervoor te zorgen dat de overblijvende aandeelhouders een even gunstige behandeling krijgen als de aandeelhouders die hun aandelen onderhands of ter beurse verkopen en tevens de overblijvende aandeelhouders in staat te stellen hun aandelen van de hand te doen indien zij bemerken dat een meerderheidsbelang of ten naaste bij een meerderheidsbelang in handen van één aandeelhouder is', Pennington (1974), p. 72. Eveneens onduidelijk is de toelichting bij Richtlijnvoorstel 1987, volgens welke een verplicht bod moet worden uitgebracht omdat controleverwerving door een vrijwillig bod (zie § 3.1) het machtsverwicht in de doelvennootschap verstoort en de waarde van de belangen van de minderheidsaandeelhouders aantast, zie Skog (1997), p. 17.

42 Enzo Timmerman (1998), p. 111; Raaijmakers (1999), p. 296; Bartman (2002), p. 35 e.v. Vgl. ook Raaijmakers (1996), p. 67, Timmerman (1999/3), p. 1497-1498.

worden beschermd.⁴³ De bescherming moet kennelijk worden geboden door een mogelijkheid van uittreding via een verplicht bod.⁴⁴ Dit volgt ook uit art. 5 lid 1 Richtlijn, dat als titel heeft 'Bescherming van minderheidsaandeelhouders, verplicht bod en billijke prijs', en volgens welk het verplicht bod wordt uitgebracht 'ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders'. Deze lezing wordt bevestigd door overweging 9 Richtlijn: 'De lidstaten dienen het nodige te doen ter bescherming van houders van effecten, inzonderheid die met een minderheidsbelang, nadat de zeggenschap over hun vennootschap is gewijzigd. De lidstaten dienen die bescherming te waarborgen door degene die de zeggenschap over een vennootschap heeft verkregen, ertoe te verplichten een tot alle houders van de effecten van die vennootschap gericht bod te doen om al hun effecten te verwerven voor een billijke prijs.'⁴⁵

Maar wat wordt bedoeld met 'bescherming van de achterblijvende effectenhouders'⁴⁶ en wat is het verband tussen de bescherming en het gelijkheidsbeginsel?

Allereerst veronderstel ik dat wordt bedoeld op bescherming tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder, die immers kan bewerkstelligen dat de vennootschap hem bevoordeelt boven de achterblijvende effectenhouders.⁴⁷ De achterblijvende effectenhouders kunnen tegen deze ongelijke behandeling worden beschermd door een biedplicht (zie § 2.2.2). Ik zie deze uitleg bevestigd door de Richtlijnvoorstellen 1989, 1990 en 1996, volgens welke geen verplicht bod-regeling behoefde te worden ingevoerd indien het nationale recht over voldoende andere middelen beschikte om effectenhouders te beschermen tegen machtsmisbruik.⁴⁸ Dat deze uitzondering is vervallen betekent niet dat de strekking van de biedplicht is veranderd. Het is slechts het gevolg van een geslaagde poging om tot harmonisering te komen. Een anderè aanwijzing is dat ook de verplicht bod-regeling uit het Verenigd Koninkrijk, waarop de biedplicht uit de Richtlijn is gebaseerd (§ 3.3), er mede toe strekt effectenhouders te beschermen tegen machtsmisbruik (zie § 4.2).

43 Vgl. Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 226; Van Gerven (2000), p. 141; Lambrecht (2002), p. 445-446

44 Anders Bartman (2002), p. 36-37, die niet inziet waarom het gelijkheidsbeginsel de controlerend aandeelhouder zou verplichten een bod op de resterende aandelen uit te brengen.

45 Met Vletter-van Dort (2001), p. 19-20, wijs ik dan ook af de stelling van Van Leeuwen (1990), p. 163 e.v., dat het gelijkheidsbeginsel van art. 42 tweede EEG-richtlijn 77/91/EEG inzake kapitaalbescherming, dat in Nederland is uitgewerkt in art. 2:92 lid 2 BW, een grondslag kan zijn voor het verplicht bod.

46 Hiermee zal niet worden bedoeld op het tegengaan van 'two-tier front-end loaded offers' (§ 2.2.4), wat waarschijnlijk een van de motieven was van de biedplicht uit de Richtlijnvoorstellen 1989 en 1990, zie COM (88) 823 def., p. 11, Baums (1989), p. 1378; Bergström/Högfeldt/Macey/Samuels-son (1995), p. 516; Skog (1997), p. 45. Dit type overname leidt immers niet tot een ongelijke behandeling van de effectenhouders, omdat elke effectenhouder zijn effecten onder het eerste – hoge – bod kan aanmelden en de bieder, bij overaanmelding, verplicht is de aangeboden effecten proportioneel te aanvaarden.

47 Enzo Kallmeyer (1997/1), p. 436 en 444; De Kluiver (2000), p. 111; Van Spengler (1992), p. 21-22; en – naar ik begrip – Slagter (1998), p. 50.

48 De toelichting gaf als voorbeeld de Duitse situatie waarin minderheidsaandeelhouders krachtens concernwetgeving zijn beschermd indien een derde een meerderheidsbelang verwerft. Zie nader Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 481-482; Clausen/Sørensen (1999), p. 180-181.

Naast het bieden van bescherming tegen machtsmisbruik, strekt de biedplicht uit de Richtlijn – naar ik veronderstel – tot evenredige verdeling van de controlepremie.⁴⁹ Alle kapitaalverschaffers zijn gelijk gerechtigd tot de controlepremie. Door een biedplicht kan worden voorkomen dat slechts de verkopende effectenhouders de controlepremie incasseren en de achterblijvende effectenhouders daardoor ongelijk worden behandeld. Zie nader § 2.2.1 sub b. Deze uitleg volgt ook uit art. 5 lid 4 Richtlijn, dat voor de minimaal te bieden vergoeding aansluit bij de hoogste prijs die de controlerend effectenhouder in de voorafgaande periode voor de effecten heeft betaald (§ 9.6.2 sub a). Vergelijk ook art. 10 lid 1 Richtlijnvoorstel 1997, volgens welk het verplicht bod werd gedaan ‘tegen een prijs die een gelijkwaardige behandeling van de aandeelhouders waarborgt’. Voorts is een aanwijzing dat ook de verplicht bod-regeling uit het Verenigd Koninkrijk, mede als doel heeft de verdeling van de controlepremie (§ 4.2).

3.5. Het verplicht bod volgens de Richtlijn

Het verplicht bod is geregeld in art. 5 Richtlijn.⁵⁰ De lidstaten dienen ter bescherming van de resterende effectenhouders^{51,52} een verplicht bod-regel in te voeren die geldt

- 49 Enzo Peter (1996), p. 178; Lambrecht (2002), p. 445-446; De Serière (2000), p. 105, Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 230. Zie ook Pennington (1974), p. 72, Clausen/Sørensen (1999), p. 197 Anders Kallmeyer (1997/1), p. 444, die opmerkt dat Richtlijnvoorstel 1996 verplicht om *na* de controleverwerving de effectenhouders te beschermen, zodat – volgens hem – niet kan worden gedoeld op de verdeling van de controlepremie, die immers *vóór* het moment van controleverwerving wordt betaald. Deze strkt tekstuele uitleg is weinig overtuigend. Het is wel degelijk mogelijk om bescherming te bieden tegen de gevolgen van een handeling die eerder plaatsvond. Overigens bepalen de latere Richtlijnvoorstellen (art. 3 lid 1 sub a) dat de effectenhouders moeten worden beschermd *indien* de controle wordt verkregen, en dus niet eerst *nadat* de controle is verkregen.
- 50 Zie over het verplicht bod in de Richtlijn: Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 229-231; Krause (2004), p. 116-117; Wiesner (2004), p. 347, en de in § 3.1 vermelde literatuur inzake de verschillende Richtlijnvoorstellen. Vgl. de hoofdstukken 6-10 voor een uitgebreide bespreking van de diverse onderdelen van de biedplicht en de wijze waarop zij zich in de diverse Richtlijnvoorstellen hebben ontwikkeld.
- 51 De Richtlijn spreekt hier ten onrechte van ‘minderheidsaandeelhouders’. De Richtlijn hanteert immers het begrip ‘effecten’, wat wordt gedefinieerd als ‘overdraagbare effecten waaraan stemrechten in een vennootschap verbonden zijn’ (art. 2 lid 1 sub e). Hieronder moet in Nederland – naar mijn oordeel – worden verstaan aandelen en certificaten (vgl. 7.4.3 sub a). Elders in art. 5 Richtlijn wordt de term ‘effecten’ wel gebruikt. Vgl. ook overweging 9 Richtlijn waarin wordt gesproken van ‘bescherming van houders van effecten, inzonderheid die met een minderheidsbelang’. Evenzo overweging 2 Richtlijn.
- 52 Steins Bisschop (1998), p. 80-81, en Raaiymakers (1999), p. 294, bepleiten het gebruik van het begrip ‘beknelde aandeelhouders’, omdat aannemelijk is dat lidstaten voor een percentage kiezen dat niet groter is dan 50. Hiertegen kan worden ingebracht dat de bedoelde effectenhouders niet altijd beknelde hoeven te zijn. Ik spreek van ‘achterblijvende effectenhouders’ of ‘resterende effectenhouders’.

indien een natuurlijk persoon of een rechtspersoon door eigen verwerving (zie § 8.2) of verwerving door personen die in overleg met hem handelen (§ 7.5), effecten gaat houden die hem, eventueel samen met de effecten die hij reeds bezit en de effecten die worden gehouden door personen die in overleg met hem handelen, direct of indirect (§ 7.6), een bepaald percentage van de stemrechten (§ 7.4) verschaffen in een beursvennootschap (§ 6.4), waardoor hij de controle verkrijgt (art. 5 lid 1 Richtlijn).⁵³ De Richtlijn laat de lidstaten vrij in hun keuze van de status van de verplicht bod-regeling (wet of zelfregulering, zie § 5.3).

Het begrip 'controle' wordt niet gedefinieerd door de Richtlijn. Het percentage van de stemrechten bij verkrijging waarvan er sprake is van controle en de methode voor de berekening ervan, worden vastgesteld door de lidstaat waar de doelvennootschap haar zetel heeft (art. 5 lid 3 Richtlijn, § 6.3.2). Omdat volgens de Richtlijn de biedplicht moet gelden bij het verwerven van een percentage van de stemrechten, is het niet geoorloofd dat slechts wordt aangesloten bij de 'feitelijke controle' (§ 7.3).

Het verplicht bod is gericht tot alle effectenhouders en heeft betrekking op alle effecten waaraan stemrechten zijn verbonden (zie art. 5 lid 1 jo. art. 2 lid 1 sub e Richtlijn). De lidstaten kunnen echter bepalen dat het bod zich ook richt op effecten waaraan geen, of alleen in specifieke omstandigheden, stemrechten verbonden zijn (overweging 11 Richtlijn). Zie nader § 9.5.

Er wordt een billijke prijs geboden (art. 5 lid 1 Richtlijn). Als 'billijke prijs' wordt aangemerkt de hoogste prijs die door de bieder (of door personen die met hem in overleg handelen) voor de desbetreffende effecten is betaald in een periode van zes tot twaalf maanden voorafgaand aan het verplicht bod. Indien de verplicht bieder (of personen met wie hij in overleg handelt) in de periode vanaf het uitbrengen van het bod tot het einde van de aanmeldingstermijn effecten verwerft tegen een hogere prijs dan de biedprijs, dient het bod te worden verhoogd tot ten minste de hoogste prijs die in voornoemde periode door bedoelde personen is betaald. De lidstaten kunnen de toezichthouder de bevoegdheid verlenen om onder omstandigheden van deze 'hoogste prijs-regel' af te wijken. Zie art. 5 lid 4 Richtlijn. De vergoeding bestaat uit contanten en/of effecten. Indien het bod alleen in effecten luidt, dienen dit liquide effecten te zijn. De bieder moet in ieder geval contanten aanbieden indien hij (of personen die met hem in overleg handelen) in de periode van zes tot twaalf maanden voor het verplicht bod tot het einde van de aanmeldingstermijn tegen contanten effecten heeft (hebben) verworven die meer dan 5% van de stemrechten in de doelvennootschap vertegenwoordigen. Vgl. art. 5 lid 5 Richtlijn. Zie nader § 9.6.

Er geldt geen biedplicht voor effectenhouders die op het moment van inwerking-treding van de nationale verplicht bod-regeling een controlerend belang houden

53 Slagter (1999/3), p. 5, merkt ten onrechte op dat 'de naleving van een Europeesrechtelijke verplichting' (de biedplicht) zal 'prevaleren' boven een bod door een derde. In deze situatie zullen er twee biedingen zijn: een verplicht bod en een vrijwillig bod. Welk bod uiteindelijk succesvol is, hangt af van de keuze die de effectenhouders maken

(overweging 10 Richtlijn, § 8.5.1). Evenmin ontstaat er een biedplicht indien de controle is verkregen door een vrijwillig openbaar bod dat is gericht tot alle effectenhouders en betrekking heeft op al hun effecten (art. 5 lid 2 Richtlijn, § 8.5.3).

De lidstaten mogen zwaardere en – tot op zekere hoogte – lichtere voorschriften vaststellen dan de verplicht bod-regeling uit de Richtlijn (art. 3 lid 2, art. 4 lid 5, art. 5 lid 4 en 6; zie § 3.6). Niet geoorloofd is de – in Zwitserland geldende – regeling die aan vennootschappen de mogelijkheid biedt om bij statuten of anderszins de toepasselijkheid van de biedplicht uit te sluiten (de zgn. ‘opting-out’-regeling, zie § 4.8 en 5.5.3 sub b). Voorts kan niet worden volstaan met een regeling waarmee hetzelfde wordt bewerkstelligd als een biedplicht, maar die niet als zodanig kwalificeert. Men denke aan de Franse en Belgische koersgarantieregeling (§ 4.4 en 4.5) en de indertijd door de SEC voorgestelde regel dat verwerving van een belang groter dan 20% van de stemrechten niet is toegestaan, tenzij dit geschiedt door een openbaar bod (§ 4.1).⁵⁴ De Richtlijn staat evenmin toe dat de biedplicht slechts geldt indien naast het verkrijgen van de controle nog aan andere eisen is voldaan, bijvoorbeeld dat een controlepremie is betaald. Het aldus luidende voorschrift in de Belgische verplicht bod-regeling zal derhalve moeten worden herzien.⁵⁵

De lidstaten wijzen een autoriteit aan die toezicht gaat houden op de naleving van de verplicht bod-regeling (art. 4 Richtlijn, zie hoofdstuk 10).

3.6. Mag de nationale biedplicht afwijken van de biedplicht uit de Richtlijn?

3.6.1. Verzwaren van de nationale biedplicht

De lidstaten zorgen ervoor dat er voorschriften gelden die voldoen aan de in de Richtlijn uiteengezette *minimum*vereisten (art. 3 lid 2 sub a Richtlijn). Het is derhalve geoorloofd om aanvullende voorwaarden en strengere voorschriften vast te stellen (art. 3 lid 2 sub b Richtlijn).⁵⁶ Hierdoor kunnen de lidstaten hun nationale gewoonten in aanmerking nemen (§ 3.3).

Deze algemene regel wordt in art. 5 lid 6 Richtlijn geconcretiseerd ten aanzien van het verplicht bod. Lidstaten mogen, naast de door de Richtlijn geboden bescherming, voorzien in aanvullende maatregelen ter bescherming van de effectenhouders. Overweging 9 Richtlijn noemt als voorbeelden de verplichting om een partieel bod uit te brengen wanneer de bieder geen controle verwerft en de verplichting om gelijktijdig met het verkrijgen van de controle een bod uit te brengen (zie ook § 9.2). Voorts kan worden gedacht aan het uitbreiden van de werkingssfeer van de verplicht bod-rege-

54 Vgl. ook art. 3 lid 1 Richtlijnvoorstellen 1996 en 1997, waarover § 2.3.1 sub a, volgens welk geen biedplicht behoefde te worden ingevoerd indien de lidstaat ‘andere passende en ten minste gelijkwaardige middelen’ kende ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders.

55 Art. 41, § 1 De Benedetti KB. Vgl. Van der Elst (2000), p. 22; Van Gerven (2000), p. 145.

56 Vgl. Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 50.

ling tot niet-beursvennootschappen (vgl. art. 1 lid 1 Richtlijn, § 6.4)⁵⁷, een biedplicht die niet slechts geldt bij verkrijging van een bepaald percentage van de stemrechten, maar ook bij verkrijging van een bepaald percentage van het aandelenkapitaal (§ 7.4.1 sub c) en tot slot de regel inhoudende dat het bod zich ook richt op effecten waaraan geen stemrechten zijn verbonden (overweging 11 Richtlijn, zie § 9.5.1).

Uitbreiding van de verplicht bod-regeling is ook mogelijk via art. 5 lid 4 Richtlijn, volgens welk de lidstaten kunnen bepalen dat de toezichthouder voor bijzondere gevallen een andere biedprijs kan voorschrijven dan de prijs die volgt uit toepassing van de door de Richtlijn voorgeschreven hoogste prijs-regel (zie nader § 9.6.4).

Vgl. § 5.5.2 voor de vraag of de Richtlijn toestaat dat de wettelijke verplicht bod-regeling bij statuten kan worden verzwaaard.

3.6.2. *Verlichten van de nationale biedplicht*

Krachtens art. 4 lid 5 Richtlijn kan in neerwaartse zin worden afgeweken van de minimumvoorschriften uit de Richtlijn.⁵⁸ Evenals bij de mogelijkheid van verzwaring van de biedplicht (§ 3.6.1) kunnen de lidstaten hierdoor rekening houden met de nationale omstandigheden. Het afwijken kan op twee manieren. Ten eerste kan in de regeling zelf worden afgeweken. Men denke aan de Italiaanse regeling, inhoudende dat het verplicht bod mag worden gericht op slechts 60% van de aandelen (§ 9.5.2) en dat geen verplicht bod behoeft te worden uitgebracht indien de controle is verkregen door, kort gezegd, een vrijwillig bod op 60% van de aandelen (zie § 8.5.3).⁵⁹ Voorts kan worden gedacht aan een vrijstelling van de biedplicht voor het AK en de anti-overvalstichting (§ 8.5).⁶⁰ Het betreft in deze gevallen dus een algemeen geldende afwijking of vrijstelling voor vooraf bepaalde situaties. Ten tweede kan van de Richtlijn worden afgeweken op grond van een door de toezichthouder verleende ad hoc ontheffing. Men denke aan een ontheffing van de verplichting om een bod uit te brengen of de wettelijke minimumvergoeding te bieden (§ 10.5.1 sub d). De ontheffing ziet op bijzondere, individuele gevallen.⁶¹

57 Toelichting op Richtlijnvoorstel 2002, PbEG 2003, C 45 E/3. Zie ook De Bruycker/Geudens (2001), p. 146.

58 Zie Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 229.

59 Questions and Answers van de Europese Commissie (1999), nr. 19; Verklaringen voor de Raadsnotulen (1999), nr. 1; Verklaring voor de Raadsnotulen (2003).

60 In gelijke zin Buys (1999/1), p. 13.

61 Zie over art. 4 lid 5 Richtlijnvoorstel 2002, dat slechts ruimte leek te bieden voor ontheffing door de toezichthouder: De Senère (2002), p. 507; De Kluiver (2003/1), p. 101-108; Van Olfen (2000), p. 38; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 74-75. De mogelijkheid om ook in de verplicht bod-regeling zelf af te wijken van de Richtlijn werd ingevoerd op aanbeveling van Economische en Monetaire Commissie (2003/1), amendement 13; Europees Parlement (2003/2), amendement 13. Op advies van het Economisch en Sociaal Comité (1996), nr. 3.4.3, was in Richtlijnvoorstel 1997 de mogelijkheid om vrijstelling en ontheffing te verlenen geschrapt, omdat dit niet zou bijdragen aan de beoogde harmonisatie van de biedingsregels, waarover Clausen/Sørensen (1999), p. 193.

De afwijking is volgens art. 4 lid 5 Richtlijn slechts toegestaan indien daarbij de algemene beginselen van art. 3 lid 1 Richtlijn in acht worden genomen. Dit moet met betrekking tot het verplicht bod worden uitgelegd in het kader van de strekking van de biedplicht (§ 3.5). Dit betekent dat vrijstelling of ontheffing slechts is geoorloofd indien dit geen afbreuk doet aan de evenredige verdeling van de controlepremie en de bescherming tegen machtsmisbruik.

Zie ook art. 5 lid 4 Richtlijn, dat de mogelijkheid biedt om voor bijzondere gevallen een lagere biedprijs voor te schrijven dan de minimumbiedprijs uit de Richtlijn (§ 9.6.4).

Vgl. § 5.5.2 voor de vraag in hoeverre de Richtlijn toestaat dat de wettelijke biedplicht bij statuten kan worden verlicht.

3.7. Conclusie

Ingevolge art. 5 Richtlijn dienen de lidstaten een verplicht bod-regeling in te voeren. Hiermee wordt beoogd de controlepremie evenredig te verdelen over alle effectenhouders en de resterende effectenhouders te beschermen tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder. De verplicht bod-regeling moet aan de volgende minimumeisen voldoen. De biedplicht ontstaat bij het verwerven van de controle in een vennootschap die wordt beheerst door het recht van een lidstaat en waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel aan een gereguleerde markt in de EER. Het percentage van de stemrechten bij verkrijging waarvan sprake is van controle, wordt door de lidstaten vastgesteld. Het verplicht bod is gericht op alle effecten waaraan stemrechten zijn verbonden. De vergoeding is gelijk aan de hoogste prijs die door de bieder voor de desbetreffende effecten is betaald in de periode van zes tot twaalf maanden voorafgaand aan het bod tot het einde van de aanmeldingstermijn. De vergoeding bestaat uit contanten en/of effecten. Indien het bod alleen in effecten luidt, zijn dit liquide effecten. Er wordt in ieder geval een vergoeding in contanten aangeboden, indien de bieder in de periode van zes tot twaalf maanden voor het verplicht bod tot het einde van de aanmeldingstermijn tegen contanten effecten heeft verworven die meer dan 5% van de stemrechten in de doelvennootschap vertegenwoordigen. Er geldt geen biedplicht voor effectenhouders die op het moment van inwerkingtreding van de nationale verplicht bod-regeling een controlerend belang houden (overgangsregeling). Evenmin ontstaat er een biedplicht indien de controle is verkregen door een vrijwillig bod. Omdat de Richtlijn minimumvoorschriften geeft, kunnen de lidstaten aanvullende voorwaarden en strengere voorschriften vaststellen. Het is ook geoorloofd om lichtere voorschriften en generieke vrijstellingen vast te stellen en voorts om de toezichthouder de bevoegdheid te geven om in individuele gevallen ontheffing te verlenen, mits dit geen afbreuk doet aan de evenredige verdeling van de controlepremie en de bescherming tegen machtsmisbruik. De lidstaten wijzen een autoriteit aan die toezicht gaat houden op de naleving van de verplicht bod-regeling. De verplicht bod-regeling moet uiterlijk op 20 mei 2006 in het Nederlands recht zijn geïmplementeerd.

4. BUITENLANDSE VERPLICHT BOD-REGELINGEN

'[T]here is a unanimous conviction on the part of those who have taken special interest in small stockholders that it is unethical for a management group to sell control of a company to outside interests on terms not made available to all stockholders'

Chicago Sun-Times, Finance Section, 10 October 1951

4.1. Inleiding

Twintig van de 25 EU-lidstaten kennen reeds een verplicht bod-regeling. Naast de onderzochte landen (het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Italië en Spanje, § 4.2-4.7), betreft het Portugal¹, Oostenrijk², Ierland³, Denemarken⁴, Zweden⁵, Finland⁶, Polen⁷, Tsjechië⁸, Slowakije⁹, Hongarije¹⁰, Slovenië¹¹, Estland¹², Letland¹³ en Litouwen¹⁴. Nederland, Luxemburg¹⁵, Griekenland¹⁶, Cyprus en Malta zijn de enige lidstaten zonder verplicht bod-regeling.

Buiten de EU bestaat er een biedplicht in: de toekomstige lidstaten Roemenië¹⁷ en Bulgarije¹⁸, het EER-land Noorwegen¹⁹, en voorts Zwitserland (§ 4.8), Turkije²⁰, India²¹, Sri Lanka²², China²³ en Hong Kong²⁴, Thailand²⁵, Maleisië²⁶, Singapore²⁷, Filippijnen²⁸, Japan (zie hierna), Australië²⁹, Zuid-Afrika³⁰, Brazilië³¹ en Peru³².

- 1 Lopes (2001), p. 434 e v, Barrocas (2000), p. 275-276.
- 2 Zwissler (1999); Köck (2001); Hommelhoff/Witt (2002); Zinser (2000), p. 576-577, Fuchs (2002), p. 150-155; Pösch (1999), p. 94
- 3 FitzGerald (2001), p. 293-294; Clarke (1999), p. 352 e.v.; Grace/Earley (1998), p. 147
- 4 Clausen/Sørensen (1998), p. 37 e v.; Meisling/Baaring Lerche/Risbjørn (2001), p. 107-108
- 5 Kasche (2002), p. 90; Lundin/Johanson/Westerberg (2001), p. 504-506; Skog (1997)
- 6 Wist/Rosenlew (2001), p. 141-143; Kaisanlahti (1997), p. 5-6.
- 7 Konarski (2002), p. 280-281, Allen & Overy (2000/2), p. 2-3.
- 8 Bárta (2002), p. 93-94; Dédiéc/Buěcková (1998); Squire, Sanders & Dempsey (2001).
- 9 Surbey (2002), p. 367-368.
- 10 Siegler/Szabó (2002), p. 164-166.
- 11 Jaded (2002), p. 407; Schönherr (2004); Thorn & Lunder (2001).
- 12 Paron/Fischer (2002), p. 132-134; Tark & Co (2000), p. 1
- 13 Libane (2002), p. 195; Klavins, Slaidins & Loze (2003).
- 14 Burgiene (2002), p. 226-227
- 15 Harles (2001), p. 371.
- 16 Protopapa (2001), p. 237-238, 269; Karatzas (2001), p. 1-2.
- 17 Popescu/McGregor (2002), p. 325-326.
- 18 Simeonov/Petrov (2002), p. 33-38; Djingov, Gouginski, Kyutchukov & Velichkov (2000).
- 19 Clausen/Sørensen (1998), p. 37 e.v.
- 20 Hergüner (2002), p. 438-439; Paksoy & Co (2001), p. 2-3.

→

Het federale recht van de Verenigde Staten kent geen biedplicht. Een voorstel van de SEC tot invoering van een met de biedplicht vergelijkbare regel werd in 1983 afge-
wezen.³³ Het recht van de meeste staten, waaronder de voor het vennootschapsrecht
belangrijke staten Delaware, New York, Californië en Texas, bevat evenmin een ver-
plicht bod-regeling. Slechts de minder relevante staten Maine, Pennsylvania en
Hawaï kennen een regeling die eenzelfde effect heeft als een biedplicht (zgn. 'control
share cash out statutes', ook wel genoemd 'fair value redemption statutes').³⁴ De ver-
klaring voor deze geringe interesse voor een verplicht bod-regeling kan zijn gelegen
in het feit dat effectenhouders bij controleverwerving reeds anderszins zijn
beschermd.³⁵ In de eerste plaats biedt het recht van de Verenigde Staten veel ruimte
om beschermingsmaatregelen te treffen.³⁶ De meeste grote ondernemingen hebben
beschermingsconstructies (onder meer de zgn. 'poison-pill') die in werking treden

21 KPMG (1999), p. 132-133

22 KPMG (1999), p. 228.

23 Clifford Chance (2002).

24 Baird (2002).

25 Clifford Chance (2003).

26 Kiang/Won (2000), p. 208.

27 Shearman & Sterling Stamford (2002); Freshfields Bruckhaus Deringer (2002/3); KPMG (1999), p. 208.

28 Wymeersch (2002), p. 545.

29 Whalley (2000), p. 12; Parliament of Australia (2000); KPMG (1999), p. 33.

30 Cliffe Dekker (2003); KPMG (1999), p. 215; Mallinick/Adams (2000), p. 305.

31 Pinheiro Neto (2002); Xavier, Bernardes, Bragança (2003).

32 Payet (2000), p. 253.

33 Het voorstel van de SEC (1983) hield kort gezegd in dat verwerving van een belang groter dan 20% van de stemrechten niet is toegestaan, tenzij deze verwerving geschiedt door een openbaar bod. Zie Reul (1991), p. 62-65; Köpfl (2000), p. 74-77.

34 In Pennsylvania hebben de resterende aandeelhouders het recht om hun aandelen aan te bieden aan de aandeelhouder die meer dan 20% van de stemrechten heeft verworven, tegen een vergoeding die ten minste gelijk is aan de hoogste prijs die deze aandeelhouder in de periode van 90 dagen voor overschrijding van de 20%-grens voor de aandelen heeft betaald. Zie Kenyon-Slade (2004), nr. 3.32-33, Forstinger (2002), p. 106; Hopt (1997), p. 386; Byttebier (1993), p. 542-543, 802 e.v.; Karpoff/Malatesta (1989), p. 299.

35 Evenzo Hirsch/Hertig (1992), p. 436. Vgl. ook de studies van La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (2000) en Coffee (1999) waaruit blijkt dat het stelsel van bescherming van minderheidsaandeelhouders in de Verenigde Staten bijdraagt aan een superieure werking van de financiële markten aldaar. Volgens Reese/Weisbach (2000) is de omvangrijke bescherming van minderheidsaandeelhouders door het effectenrecht van de Verenigde Staten een belangrijke reden voor vennootschappen met zetel in continentaal Europa om tevens een notering aan te vragen in de Verenigde Staten.

36 Vgl. Kenyon-Slade (2004), p. 169-210, 311-426; Hamilton (2000), p. 453 e.v.; Klein/Coffee (2000), p. 148 e.v.; Carney (2000); Bebchuk/Ferrel (2001); Karpoff/Malatesta (1989). Volgens Gompers/Ishii/Metrick (2003) hebben de 1500 grootste ondernemingen in de Verenigde Staten gemiddeld negen beschermingsconstructies en andere beperkingen van de zeggenschap van aandeelhouders; zie ook De Jong/Moerland (2002), p. 323.

indien een derde een groot belang in de vennootschap verwerft en slechts worden ontmamd als een openbaar bod wordt uitgebracht op alle aandelen tegen een door het bestuur van de vennootschap goedgekeurde prijs. Dergelijke constructies functioneren feitelijk als biedplicht.³⁷ In de tweede plaats biedt de wetgeving van de Verenigde Staten minderheidsaandeelhouders uitgebreide bescherming. Veel staten kennen regelgeving ('control share acquisition statutes') op grond waarvan het verwerven van een bepaald belang (doorgaans 20%, 33⅓% en 50%) slechts is geoorloofd na instemming van de AvA van de doelvennootschap of volgens welke overschrijding van een bepaalde drempel tot verlies van stemrecht leidt totdat de AvA besluit dat het stemrecht kan worden uitgeoefend. Bij een positief besluit van de AvA kunnen effectenhouders die tegen hebben gestemd hun effecten aanbieden aan de vennootschap.³⁸ Verder hebben veel staten regelgeving die voorkomt dat de controlerend effectenhouder de resterende effectenhouders benadeelt door ingrijpende wijzigingen aan te brengen in de doelvennootschap. Ingevolge de 'fair price statutes' of 'appraisal statutes' zijn dergelijke wijzigingen slechts geoorloofd indien de resterende effectenhouders de mogelijkheid wordt geboden om de vennootschap te verlaten. Volgens de 'business combination statutes', ook wel genoemd 'asset-freeze statutes', is het de controlerend effectenhouder zelfs verboden om gedurende een bepaalde periode (meestal drie tot vijf jaar) ingrijpende veranderingen aan te brengen in de doelvennootschap of met haar transacties te verrichten.³⁹ Een derde verklaring voor de afwezigheid van een biedplicht in de Verenigde Staten is dat controlerende effectenhouders vaak vrijwillig een openbaar bod uitbrengen, vooral om claims te voorkomen van minderheidsaandeelhouders inzake schending van 'fiduciary duties'.⁴⁰

Japan kent een verplicht bod-regeling met een beperkte werkingssfeer. Er ontstaat slechts een biedplicht indien buiten de beurs om een belang wordt verworven van 5% of meer van de aandelen. Het opbouwen van een belang via de beurs heeft geen gevolgen, omdat alle aandeelhouders in dat geval de mogelijkheid hebben om hun aandelen te verkopen en aldus een deel van de controlepremie te incasseren (zie ook § 2.2.1 sub b). Een biedplicht als bescherming tegen machtsmisbruik wordt in geen geval nodig geacht, omdat de bestaande regels hierin reeds voorzien.⁴¹

De § 4.2-4.8 bevatten een schets van de verplicht bod-regeling van de onderzochte landen, die in alle gevallen deel uitmaakt van de biedingsregeling. Zie de hoofdstukken 5-10 voor een nadere – onderwerpsgewijze – behandeling van deze verplicht bod-regelingen.

37 Zie ook Hansmann/Kraakman (2002), p. 71; Köpflí (2000), p. 73-80, 87.

38 Carney (2000), p. 507 e.v.; Kenyon-Slade (2004), nr. 3.24 e.v.; Lüttmann (1992/1), p. 501; Karpoff/Malatesta (1989), p. 295-296.

39 Kenyon-Slade (2004), nr. 3.29 e.v.; Hamilton (2000), p. 440 e.v., 627-631; Lüttmann (1992/1), p. 503; Karpoff/Malatesta (1989), p. 296-299.

40 Hirsch/Hertig (1992), p. 436.

41 Zie Baum (1996), p. 407-410; TMI (2003), nr. 15; Freshfields (2002), p. 3-4.

4.2. Het Verenigd Koninkrijk

Het Verenigd Koninkrijk is de pionier der openbare biedingen ('takeover bid'). Sinds 1950 is het openbaar bod hier een veel gebruikt overname-instrument.⁴² Het Verenigd Koninkrijk was dan ook het eerste land in Europa, en waarschijnlijk zelfs in de wereld, waarin regelend werd opgetreden ten aanzien van openbare biedingen.⁴³ In juni 1959 verzocht de Governor of the Bank of England aan de Issuing Houses Association om samen met andere belanghebbenden bij de kapitaalmarkt, waaronder de London Stock Exchange, regels inzake overnamebiedingen op te stellen. De City Working Party, waarin de belanghebbenden bij de kapitaalmarkt waren vertegenwoordigd, publiceerde daarop in oktober 1959 de Notes on Amalgamations of British Businesses, ook wel genoemd de Queenberry Rules. Een van de kernvoorschriften was (reeds toen): 'It is for a shareholder to decide for himself whether to sell or retain his shares'. De regeling voorzag niet in een biedplicht. De daarop volgende jaren kenmerkten zich door een groot aantal openbare biedingen, waarbij aandeelhouders vaak ongelijk werden behandeld en ook overigens aandeelhoudersbelangen veelal niet in acht werden genomen. Mede daarom werden de biedingsregels in 1963 ingrijpend herzien (Revisited Notes on Company Amalgamations).⁴⁴ Het afdwingen van de voorschriften bleek echter problematisch. Illustratief is de uitspraak in 1966 van de bestuursvoorzitter van een grote Engelse zakenbank: 'To suggest that an intention seven years ago is binding is to do the English language an injustice'.⁴⁵

Dit was de reden dat op 20 september 1967 door de Bank of England een commissie werd ingesteld die tot taak kreeg toezicht te houden op openbare biedingen en de bestaande regels te herzien. Deze commissie, The Panel on Takeovers and Mergers (hierna: het Panel), werd samengesteld uit vertegenwoordigers van leden van de City Working Party. Op 27 maart 1968 publiceerde het Panel de City Code on Mergers and Takeovers (City Code).⁴⁶ Openbare biedingen worden sindsdien door het Panel en de City Code gereguleerd. De regeling is in de loop der jaren verscheidene malen herzien.⁴⁷ De City Code heeft als voorbeeld gediend voor de Richtlijn (§ 3.3) alsmede voor de biedingsregels van de onderzochte landen en verschillende andere landen⁴⁸.

42 In die tijd was in de Verenigde Staten het zgn. 'proxy fight', het verwerven van stemvolmachten ten einde zittende 'directors' te ontslaan en nieuwe directors te benoemen, de gebruikelijke methode om de controle over een vennootschap te verwerven. Het openbaar bod ontwikkelde zich pas in de jaren zestig. Zie Gower (1997), p. 772; Hamilton (2000), p. 429 e v.; Baum (2003), p. 424.

43 Vgl. Byttebier (1993), p. 521.

44 Johnston (1980), p. 19 e v.; Stamp/Marley (1970), p. 8-10; Byttebier (1993), p. 522-523.

45 J. Gillum, director Kleinwort Benson, te kennen uit Stamp/Marley (1970), p. 11.

46 Johnston (1980), p. 30 e v.; Stamp/Marley (1970), p. 20-24; Byttebier (1993), p. 523; Skog (1997), p. 7.

47 Vgl. Weinberg/Blank, part 4 (1999-2001); Palmer, part 12B (1998-1999); Stedman (1993). Zie voor de tekst van de City Code. www.thetakeoverpanel.org.uk.

48 Onder meer Ierland, Zweden, India, Maleisië en Hong Kong, zie FitzGerald (2001), p. 287; Clarke (1999), p. 35 e.v.; Clausen/Sørensen (1999), p. 178; Kiang/Won (2000); Alder (2002), p. ix; KPMG (1999), p. 115 e.v., p. 131 e.v.

De City Code heeft geen wettelijk kracht; het is een vorm van zelfregulering. Ofschoon er in de loop der jaren veel is gediscussieerd over zijn status, is de overheersende mening altijd gebleven dat de City Code niet gecodificeerd dient te worden.⁴⁹ Door de status van de City Code kan hij snel en eenvoudig worden aangepast aan ontwikkelingen in de markt.⁵⁰ Sinds 2001 worden wijzigingen in de City Code nog slechts aangebracht door een speciaal daarvoor in het leven geroepen orgaan van het Panel: the Code Committee. Hiermee is de door de Human Rights Acts 1998 vereiste scheiding aangebracht tussen enerzijds regelgeving en anderzijds toezicht en rechtspraak.⁵¹ Mede op aandrang van het Verenigd Koninkrijk biedt de Richtlijn ruimte voor een niet-wettelijke biedingsregeling (§ 5.3).

Op 18 januari 1972 werd een verplicht bod-regeling in de City Code opgenomen ('mandatory offer' of 'mandatory bid').⁵² Dit was de eerste verplicht bod-regeling in de onderzochte landen, en vermoedelijk zelfs in de wereld. De biedplicht werd ingevoerd als reactie op de overnamestrijd om Venesta International, een aan de Londense beurs genoteerde vennootschap. In oktober 1971 bracht Ozalid een openbaar bod uit op alle aandelen van Venesta International tegen een prijs van 42p. In november, nadat de beurskoers was gestegen tot 50p, werd een concurrerend bod aangekondigd door Norcros tegen een prijs van 52p. In de tussentijd bouwde een derde partij, Consolidated Signal, via beursaankopen een belang op voor een prijs van 55-57p. In december kondigde Consolidated Signal aan dat zij 51% van de aandelen had verworven en verder geen aankopen zou doen. Hierop werd het uitgebrachte openbaar bod ingetrokken en het aangekondigde concurrerende bod niet uitgebracht. De resterende aandeelhouders van de doelvennootschap stelden zich op het standpunt dat de controlerend aandeelhouder een openbaar bod diende uit te brengen op de resterende aandelen, omdat door de onderhandse controleverwerving de openbare biedingen geen doorgang hadden gevonden als gevolg waarvan slechts de verkopende aandeelhouders de controlepremie hadden geïncasseerd en de achterblijvende aandeelhouders te maken kregen met het risico van machtsmisbruik door de controlerend aandeelhouder. De aldus luidende vordering werd door het Panel afgewezen, omdat de City Code niet in een biedplicht voorzag. Het Panel achtte een biedplicht echter wel gewenst, waarna het kort nadien tot invoering daarvan besloot.⁵³

49 De laatste grote discussie hierover vond plaats in 1987 en had vooral betrekking op de positie van het Panel, waarover Remnant (2001), p. 17; Byttebier (1993), p. 524 e.v.; Fraser (1970)

50 Vgl. Panel-Report (2003), p. 6: de essentiële elementen van de City Code zijn 'flexibility, certainty and speed, enabling parties to know where they stand under the Code in a timely fashion. These characteristics are important in order to avoid over-rigid rules and the risk of takeovers becoming delayed by litigation of a tactical nature, which may frustrate the ability of shareholders to decide the outcome of an offer'. Vgl. ook De Serièrè (2000), p. 106.

51 Zie nr. 1(a) Introduction of the City Code; Murley (2003), p. 8 e.v.; Batchelor (2001)

52 Rule 29B City Code, nog in hetzelfde jaar gewijzigd in Rule 34 City Code

53 Zie nader Johnston (1980), p. 74-76, Krause (1996/2), p. 65-66.

Het verplicht bod in de City Code is derhalve gebaseerd op het gelijkheidsbeginsel.⁵⁴ De controlepremie behoort toe aan de gezamenlijke aandeelhouders en het is in strijd met het gelijkheidsbeginsel dat slechts een deel van de aandeelhouders de controlepremie incasseert (zie ook § 2.2.1 sub b). Voorts is het strijdig met het gelijkheidsbeginsel dat de achtergebleven aandeelhouders worden benadeeld als gevolg van machtsmisbruik door de controlerend aandeelhouder (§ 2.2.2).⁵⁵ Daarom dienen de achtergebleven aandeelhouders de mogelijkheid te hebben om hun aandelen te verkopen, tegen de prijs die is betaald aan de uitgetreden aandeelhouders.

De biedplicht is thans geregeld in Rule 9 City Code en houdt kort gezegd het volgende in (zie nader de volgende hoofdstukken).⁵⁶ Er wordt een verplicht bod uitgebracht bij verwerving van 30% of meer van de stemrechten van een in het Verenigd Koninkrijk genoteerde of niet-genoteerde vennootschap die is opgericht naar het recht van een land uit het Verenigd Koninkrijk en ook in het Verenigd Koninkrijk haar centrale bestuur heeft. Voorts geldt er een biedplicht voor de persoon die 30% of meer, maar minder dan 50%, van de stemrechten bezit en dit belang uitbreidt (de zgn. 'creep rule').⁵⁷ Voor verschillende gevallen bestaan vrijstellingen. Het bod heeft betrekking op alle aandelen en alle rechten daarop (converteerbare obligaties, opties, etc.). De biedprijs is niet lager dan de hoogste prijs die de bieder in de afgelopen 12 maanden voor de effecten heeft betaald. Het bod luidt in ieder geval in contanten.

4.3. Duitsland

In januari 1979 werden in Duitsland door de Börsensachverständigenkommission (BSK), een onafhankelijke adviescommissie van het Bundesministerium der Finanzen⁵⁸, niet-wettelijke richtlijnen opgesteld inzake het openbaar bod ('Übernah-

54 'Equality of treatment and opportunity for all shareholders in takeover bids', zie Panel (1990), p. 4; Murley (2003), p. 2.

55 Zie Gower/Davies (2003), p. 730; Krause (1996/2), p. 74-92; Weinberg/Blank § 4-8006 (1999); Pearson/Adams (2003), p. 137; Byttemier (1993), p. 775. Wouters (1991), p. 17, noemt – naast de verdeling van de controlepremie – als argumenten de wijziging van het beleid en het gebrek aan vertrouwen in de nieuwe leiding (§ 2.2.6). Ik ben deze twee argumenten niet tegengekomen in de toelichting of de literatuur inzake de City Code.

56 Zie ook General Principle 10 City Code. Vgl. voor de biedplicht in het Verenigd Koninkrijk Gower/Davies (2003), p. 727-731, Palmer, § 12.329-331 (1999); het losbladige standaardwerk Weinberg/Blank § 4-8001 e.v. (1999); Krause (1996/2), p. 65-92 (met een uitgebreid historisch overzicht); Kenyon-Slade (2004), nr. 9.196 e.v.; Stedman (1993), § 8.4; De Serière (2000); Pearson/Adams (2003), p. 135-149; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 23.2.4; Byttemier (1993), p. 786-790; www.thetakeoverpanel.org.uk

57 Zie voor de strekking hiervan Johnston (1980), p. 106 en 270; De Serière (2000), p. 104

58 Zie Übernahmekommission (1996), p. 1 en 14.

meangebot'). De betekenis van deze Leitsätze für Übernahmeangebote⁵⁹, die niet voorzagen in een biedplicht, was gering.⁶⁰

De BSK heeft deze richtlijnen op 1 oktober 1995 vervangen door een eveneens niet-wettelijke regeling: der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen (hierna: Übernahmekodex).⁶¹ De biedingsregeling van het Verenigd Koninkrijk (City Code) heeft hierbij als voorbeeld gediend.⁶² De Übernahmekodex bestond uit aanbevelingen (Empfehlungen), die eerst een zekere rechtswerking kregen indien zij door de vennootschap waren erkend (Anerkennung).⁶³ Vanaf 1 januari 1998 was erkenning een vereiste voor toelating op de Duitse beurzen.⁶⁴ De Übernahmekodex voorzag in een Übernahmekommission waarvan de leden werden benoemd door de BSK. Deze leden vertegenwoordigden bij de kapitaalmarkt betrokken organisaties.⁶⁵ Het uitvoerende orgaan van de Übernahmekommission, de Geschäftsstelle, hield toezicht op de naleving van de Übernahmekodex.⁶⁶ Op 1 oktober 1998 trad een gewijzigde versie van de Übernahmekodex in werking.⁶⁷

In de eerste versie van de Übernahmekodex was een verplicht bod-regeling opgenomen ('Pflichtangebot', maar ook wel genoemd 'Zwangsangebot' of 'Zwangsübernahmeangebot').⁶⁸ Hiermee werd beoogd een evenredige verdeling van de controlepremie te bewerkstelligen (vgl. § 2.2.1 sub b) en de concurrentiekracht van de Duitse kapitaalmarkt te vergroten, vooral gezien het feit dat het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk reeds een biedplicht kenden (§ 2.2.3).⁶⁹

Midden jaren negentig was in Duitsland de overheersende mening dat er een wettelijke regeling van openbare biedingen moest komen. De Übernahmekodex werd

59 Voluit Leitsätze für öffentliche freiwillige Kauf- und Umtauschangebote bzw. Aufforderungen zur Abgabe derartiger Angebote in amtlich notierten oder im geregelten Freiverkehr gehandelten Aktien bzw. Erwerbsrechten.

60 Übernahmekommission (1999), p. 9 en 16; Stephan (2001), p. 208, Byttebier (1993), p. 561-562, Schander (1998), p. 799-800.

61 Schander (1998), p. 800 e.v. Zie voor de tekst: AG 1995, p. 572-575.

62 Übernahmekommission (1999), p. 9.

63 Over de rechtsgevolgen van de erkenning van de Kodex werd in de literatuur verschillend gedacht, zie Groß (1996), Hopt (1997), p. 400-403, Wirth/Weiler (1998), p. 118.

64 Gajo (1997/1).

65 Art 20-23 Übernahmekodex, waarover Übernahmekommission (1999), p. 14.

66 Übernahmekommission (1999), p. 15. Zie Übernahmekommission (1996), p. 6, voor de taken van de Geschäftsstelle.

67 Vgl. voor de tekst: AG 1997, p. 133-137.

68 Art. 16-17 Übernahmekodex, waarover vooral de dissertatie van Krause (1996/2), en voorts Kallmeyer (1997/1), p. 436-445; Kallmeyer (1997/2); Neye (1995), p. 1465-1466; Schuster (1995), p. 611-612; Wirth/Weiler (1998); Übernahmekommission (1998); Schander (1998), p. 801-802; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 23.3.4; Gajo (1997/2), p. 487-488; De Kluiver (1998/1), p. 253-254.

69 Meyer (2002), § 35 WpÜG, Rn 6 en 8; Hopt (1997), p. 376; Kallmeyer (1997/1), p. 440 (die ten onrechte meent dat de verdeling van de controlepremie niet met de biedplicht kan worden bewerkstelligd), Krause (1996/1), p. 894; Thoma (1996), p. 1728. Anders Schuster (1995), p. 611, die als doel noemt de bescherming tegen machtsmisbruik.

niet geschikt geacht, vooral omdat sanctiemogelijkheden ontbraken⁷⁰ en hij niet door alle beursvennootschappen werd erkend^{71,72}. In 1997 ontwierp Baums een ontwerp voor een wettelijke biedingsregeling (der Baums-Entwurf), naar aanleiding waarvan de SPD – vruchteloos – een wetsvoorstel indiende.⁷³ In 1999 adviseerde de BSK de Bundesregierung om tot wetgeving over te gaan.⁷⁴ Het wetgevingsproces geraakte in een stroomversnelling vanwege de onvriendelijke overname van Mannesmann door Vodafone⁷⁵, waardoor duidelijk werd dat de Übernahmekodex niet was toegesneden op Anglo-Amerikaanse overnameprocessen. Voorts werd een toename verwacht van openbare biedingen vanwege de afschaffing van belasting over bij vervreemding van aandelen gerealiseerde koerswinst. Op 1 januari 2002 trad de nieuwe wettelijke regeling van openbare biedingen in werking: het Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG).⁷⁶ De Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) heeft per die datum het toezicht op openbare biedingen overgenomen van de Übernahmekommission.

Het verplicht bod is geregeld in § 35 e.v. WpÜG en § 3 e.v. WpÜG-Angebotsverordnung.⁷⁷ Anders dan de biedplicht uit de Übernahmekodex, heeft de biedplicht uit de WpÜG voornamelijk als doel het bieden van bescherming tegen machtsmisbruik (§ 2.2.2). De evenredige verdeling van de controlepremie en het vergroten van de concurrentiekracht van de Duitse kapitaalmarkt zijn bijkomende doeleinden.⁷⁸ De verplicht bod-regeling houdt kort gezegd het volgende in (zie nader de volgende hoofdstukken). Er ontstaat een biedplicht bij verwerving van 30% of meer van de stemrechten van een in Duitsland of elders in de EER ter beurze genoteerde ven-

70 Übernahmekommission (1999), p. 8 en 23.

71 Op 30 juni 2000 had 64% van de beursgenoteerde ondernemingen de Übernahmekodex erkend. Dit percentage lag hoger bij de grote vennootschappen. Van de DAX-100 had 79% de Übernahmekodex aanvaard. Bij de DAX-30 lag het percentage zelfs op 93 (geen Anerkennung door VW en BMW). Zie Loehr (2000), p. 2-3. Heinle (2001) behandelt de vraag waarom de Übernahmekodex in Duitsland – anders dan de City Code in het Verenigd Koninkrijk – in de praktijk weinig status en betekenis had.

72 Zie voor discussie over de toekomst van de Duitse biedingsregels: Beckmann (1995/1), Schander (1998); Loehr (2000).

73 Schiessl (1999), p. 449 e.v.; Übernahmekommission (1999), p. 16 e.v., Schander (1998), p. 803 e.v.

74 Börsensachverständigenkommission (1999), p. 9-10.

75 Zie Riehmer/Schröder (2000).

76 Vgl. Geibel/Süßmann (2002); Haarmann/Riehmer/Schuppen (2002); Steinmeyer/Häger (2002); Adolff/Meister/Randell/Stephan (2002). Zie voor de tekst van de WpÜG: www.bafin.de; www.bundesfinanzministerium.de.

77 Zie over de Duitse biedplicht: het uitvoerige commentaar van Hommelhoff/Witt (2002); Meyer (2002) en Steinmeyer/Häger (2002), p. 431 e.v.; en voorts Thaeter (2003); Harbarth (2002); www.bafin.de.

78 Harbarth (2002), p. 322; Meyer (2002), § 35 WpÜG, Rn. 8; Hommelhoff/Witt (2002), vor §§ 35 bis 39 WpÜG, Rn. 26-34; Thaeter (2003), p. 113. Verschillende schrijvers zijn van oordeel dat een biedplicht in Duitsland overbodig is gezien de bescherming die wordt geboden door de zgn 'Konzerneingangskontrolle', zie Meyer (2002), § 35 WpÜG, Rn. 3; Börsensachverständigenkommission (1999), p. 11 e.v.

nootschap wier zetel zich in Duitsland bevindt. Voor verschillende situaties gelden vrijstellingen. Het bod heeft betrekking op alle aandelen. De te bieden vergoeding is ten minste gelijk aan de hoogste prijs die door de bieder in de voorafgaande drie maanden voor de aandelen is betaald of, indien deze hoger is, de gemiddelde beurskoers over deze periode. Het bod luidt in contanten en/of liquide aandelen.

4.4. Frankrijk

In 1966 werden in Frankrijk door de *Chambre syndicale des agents de change*, in overleg met het *ministère de l'économie, des finances et budget*, regels opgesteld voor het uitbrengen van een openbaar bod ('*offre publique d'acquisition*', OPA). Deze niet-wettelijke regeling, een 'code van goed gedrag', beoogde de techniek van het openbaar bod te stimuleren. De gedachte was dat een toename van het aantal biedingen het weinig actieve beursverkeer zou kunnen stimuleren. Daarnaast beoogde de regeling te voorkomen dat Franse vennootschappen eenvoudig en goedkoop in buitenlandse handen zouden vallen. De regeling voorzag niet in een biedplicht. Kort na het ontstaan van de regeling nam het aantal openbare biedingen sterk toe. Belangen van aandeelhouders werden echter veronachtzaamd, vooral moesten zij de meest elementaire informatie ontberen. Illustratief hiervoor zijn de affaires Saint Gobain/Boussois en Perrier/Genivain.⁷⁹

Deze gebeurtenissen betekenden het einde van de regeling van de *Chambre syndicale* en het begin van een actieve bemoeienis met openbare biedingen van de bij wet ingestelde Franse toezichthouder op de beurs, de *Commission des Opérations de Bourse* (COB).⁸⁰ In 1970 trad een nieuwe regeling in werking, die over twee schijven liep. Procedureregels waren opgenomen in het door het *ministère de l'économie, des finances et budget* bekrachtigde *Règlement général de la Compagnie des agents de change*, dat onder toezicht stond van de *Chambre syndicale*. Daarnaast gold een besluit van de COB inzake te verstrekken informatie en te verrichten publicaties, op de naleving waarvan de COB toezicht hield.⁸¹ Deze duale structuur bestaat nog steeds in de Franse biedingsregels. De regeling is nadien verschillende malen herzien.⁸²

Na enkele geruchtmakende overnames waarbij de controle in een vennootschap werd verworven zonder een bod uit te brengen op de overige aandelen⁸³, werd in 1973 in het *Règlement général de la Compagnie des agents de change* een, op de regeling van het Verenigd Koninkrijk gebaseerde, biedplicht opgenomen ('*offre publique obli-*

79 Arendsen de Wolff (1976), p. 257-258, Viandier (2003), nr. 71

80 Daigre (1990), p. 93, Reul (1991), p. 76 e.v.

81 Blezinger (1984), Van Sasse van Ysselt (1970); Viandier (2003), nr. 72, Arendsen de Wolff (1976), p. 259 e.v.

82 Daigre (1990), p. 93; Viandier (2003), nr. 73.

83 Zie Reul (1991), p. 79-80

gatoire').⁸⁴ Hiermee werd vooral beoogd de resterende aandeelhouders de mogelijkheid te bieden een evenredig deel van de controlepremie te incasseren (§ 2.2.1 sub b).⁸⁵

Eind jaren tachtig was er wederom een sterke toename van het aantal openbare biedingen. Naar het oordeel van de Franse wetgever bood de bestaande niet-wettelijke regeling daarbij nog steeds onvoldoende waarborgen voor de aandeelhouders.⁸⁶ Dit was een van de redenen voor de wet van 22 januari 1988 houdende de hervorming van de effectenbeurzen.⁸⁷ In het kader van deze wet werd een professionele organisatie gecreëerd waaraan verregaande regulerende bevoegdheden werden toegekend: de Conseil des bourses de valeurs (CBV). De CBV ging het bestuur voeren over de Franse effectenbeurs. Voorts werden meer bevoegdheden toegekend aan de bestaande toezichthouder, de COB.⁸⁸ Deze herstructurering werd vervolmaakt door de wet van 2 augustus 1989 inzake de veiligheid en transparantie van de financiële markt.⁸⁹ Nog in hetzelfde jaar vaardigden de COB en de CBV nieuwe, op deze wet gebaseerde, reglementen uit inzake openbare biedingen.⁹⁰ Een herziene biedplicht werd opgenomen in het Règlement général du CBV.⁹¹ In 1996 werd de CBV vervangen door de Conseil des marchés financiers (CMF). De CMF en de COB hebben nadien verschillende wijzigingen in de biedingsregelingen aangebracht.⁹²

Openbare biedingen werden daarop door zowel de CMF⁹³ als de COB⁹⁴ gereguleerd. De voorschriften van de CMF zijn neergelegd in titre V van het Règlement Général du CMF: les offres publiques d'acquisition, arrêté du 5 novembre 1998 (hierna: Règlement Général du CMF). De relevante regelgeving van de COB is opgenomen in: Règlement no. 2002-04 de la Commission des Opérations de Bourse, relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé (hierna: Règlement no. 2002-04 de la COB).⁹⁵ De CMF hield toezicht op de gehele biedingsprocedure en was daarbij nauw betrokken. Hij contro-

84 Art. 201-206 Règlement général de la Compagnie des agents de change, waarover Reul (1991), p. 81 e.v.

85 Zie ook Schmidt (1994), p. 12 e.v.

86 Vgl. Schmidt (1994), p. 12-13.

87 Loi nr. 88-70 du 22 janvier 1988 sur les bourses de valeurs.

88 Byttebier (1993), p. 554.

89 Loi nr. 89-531 du 2 août 1989 relative à la sécurité et à la transparence du marché financier, waarover Viandier (2003), nr. 76; Byttebier (1993), p. 554-555.

90 Byttebier (1993), p. 556-557.

91 Art. 5-3-1 e.v. Règlement général du CBV, waarover Forsbach (1990), Carreau/Martin (1992), p. 455 e.v.; Schmidt (1994), p. 13 e.v.

92 CMF-rapport d'activité (1999), p. 3-6.

93 Viandier (2003), nr. 162 e.v.

94 Viandier (2003), nr. 190 e.v.

95 Vgl. Viandier (2003); Klein/Stucki (2001); Vassogne/Loy/Cardi (2001), Carreau/Letreguilly (1999); Hurstel/Süß (1998); Norton Rose (2001), p. 85-96. Zie voor de tekst van de biedingsregels. www.amf-france.org.

leerde onder meer de termen en de voorwaarden van het bod. De COB was vooral verantwoordelijk voor de informatie die aan de aandeelhouders en de markt werd verstrekt. De COB en de CMF zijn medio 2003 samengevoegd. De naam van de nieuwe organisatie is: *Autorité des marchés financiers* (AMF).⁹⁶

De biedplicht is neergelegd in de art. 5-5-2 e.v. *Règlement général du CMF* en houdt kort gezegd het volgende in (zie nader de volgende hoofdstukken).⁹⁷ Er geldt een biedplicht bij verwerving van 33⅓% van het aandelenkapitaal of de stemrechten van een vennootschap wier zetel is gelegen in Frankrijk en waarvan aandelen zijn genoteerd aan een Franse beurs. Voorts ontstaat er een biedplicht indien een belang van 33⅓%-50% binnen 12 maanden met meer dan 2% wordt uitgebreid. Daarnaast kan de AMF een biedplicht opleggen bij, samengevat, een ingrijpende wijziging van de structuur of de identiteit van de vennootschap. Voor diverse gevallen gelden vrijstellingen. Het verplicht bod wordt uitgebracht op alle aandelen en alle rechten daarop (converteerbare obligaties, opties, e.d.). Het bod is niet lager dan de hoogste prijs die de bieder in de laatste 12 maanden voor de effecten heeft betaald. Het bod luidt in contanten en/of liquide aandelen.⁹⁸

4.5. België

Tot 1964 werd in België het openbaar bod niet gereguleerd. De toezichthouder op de kapitaalmarkt, de Bankcommissie, achtte zich slechts bevoegd inzake het ruilbod dat gepaard ging met een uitgifte van effecten.⁹⁹ Door de wet van 10 juni 1964 ging de Bankcommissie ook toezicht houden op openbare biedingen.¹⁰⁰ De wet voorzag echter niet in materiële biedingsregels, waardoor de Bankcommissie zich genoodzaakt zag om zelf informele regels en richtlijnen op te stellen.¹⁰¹ Deze regelgeving bevatte

96 La loi de sécurité financière du 17 juillet 2003; Daigre (2001).

97 Zie over de Franse biedplicht: het standaardwerk Viandier (2003), nr. 1400 e.v.; Schmidt (1994); Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 23.4.4; Allen & Overy (2000/1), p. 3; Byttebier (1993), p. 795-799, www.amf-france.org

98 Naast het verplicht bod, kent het Franse recht nog de 'garantie de cours' (art. 5-4-1 *Règlement Général du CMF*). In het kader van de 'procédure simplifiée', die onder meer geldt bij controleverwerving door onderhandse verkrijging van een pakket aandelen, is de controlerend effectenhouder verplicht een koersgarantie te geven. Hiertoe plaatst hij een zgn. 'koershandhavingsorder', waarmee hij garandeert de resterende aandelen desverzocht over te nemen tegen dezelfde prijs als waarvoor hij het controlerend belang verkreeg. Zie nader uitgebreid Viandier (2003), nr. 2315 e.v., die ook ingaat op de verhouding tot het 'offre publique obligatoire' (nr. 1460 e.v.), en voorts Byttebier (1993), p. 799-800; Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 169-170, De Kluiver (1998/1), p. 253; De Kluiver (1998/2), p. 283.

99 Byttebier (1993), p. 547.

100 Wet van 10 juni 1964 op het openbaar aantrekken van spaargelden.

101 Vgl. Lempereur (1976); Swennen (1973).

geen biedplicht.¹⁰² De werkwijze en bevoegdheden van de Bankcommissie waren tot op zekere hoogte vergelijkbaar met die van de toezichthouder in het Verenigd Koninkrijk (Panel).

In januari 1988 bracht De Benedetti via de Franse holding Cerus een onvriendelijk bod uit op de Generale Maatschappij van België. De doelvennootschap verweerde zich met een kapitaalverhoging, die in strijd was met de regels van de Bankcommissie. De Bankcommissie bleek echter niet in staat om de naleving van haar voorschriften af te dwingen.¹⁰³ Dit gebrek aan juridische afdwingbaarheid leidde ertoe dat de Belgische regering nog in hetzelfde jaar mede op verzoek van de Bankcommissie een ontwerp van wet inzake openbare biedingen aan het parlement zond.¹⁰⁴ Door deze affaire kwamen ook de onderhandelingen voor de dertiende EG-richtlijn in een stroomversnelling (§ 3.1).

Het ontwerp leidde tot de Wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen.¹⁰⁵ Met deze wet – die nog steeds geldt – werd vooral beoogd de rechtszekerheid rondom openbare biedingen te herstellen. In dit verband zijn ook aanvullende bevoegdheden toegekend aan de Bankcommissie. Voorts is met de wet een grondslag voor een biedplicht ingevoerd. In hoofdstuk II van de wet is een aantal uitgangspunten en algemene beginselen inzake openbare biedingen geformuleerd.¹⁰⁶ Dit raamwerk kan krachtens art. 15 worden uitgewerkt, hetgeen is geschied bij Koninklijk Besluit van 8 november 1989 op de openbare overnameaanbiedingen en de wijzigingen in de controle op vennootschappen (De Benedetti-KB, ook wel genoemd het Overnamebesluit, het OBA-besluit of het Overname-KB).¹⁰⁷ Bij het opstellen van het De Benedetti-KB is inspiratie geput uit de biedingsregelingen van het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk.¹⁰⁸ In 1990 is de naam van de Bankcommissie gewijzigd in: Commissie voor het Bank- en Financieuzen (CBF).¹⁰⁹ Het Benedetti-KB is laatstelijk gewijzigd bij KB van 21 april 1999.¹¹⁰ Op 1 januari 2004 is de Controledienst voor de verzekeringen (CDV) deel

102 Zie Skog (1997), p. 28, voor twee zaken waarin de Bankcommissie zonder wettelijke grondslag een controlerend aandeelhouder een biedplicht oplegde en een verkoper van een controlerend pakket verplichtte om de ontvangen controlepremie te delen met de achterblijvende aandeelhouders

103 Byttebier (1993), p. 548-549; Van Gerven (1988), p. 45 e.v.

104 Callens (1998), p. 231, Wymeersch (1994), p. 44; Wymeersch (1996/1), p. 313

105 Zie voor de wettekst: www.cbfa.be.

106 Zie Van Gerven (1990), p. 148

107 Vgl. Sunt (2001); Van Gerven (2000); Nelissen-Grade (1997) Zie voor de tekst van het De Benedetti-KB: www.cbfa.be

108 Byttebier (1993), p. 551

109 Art. 235 wet van 4 december 1990.

110 Koninklijk Besluit van 21 april 1999 tot wijziging van het Koninklijk Besluit van 8 november 1989 op de openbare overnameaanbiedingen en de wijzigingen in de controle op vennootschappen, B S 19 juni 1999 Zie hierover Rombouts (2000), p. 395-412, Lambrecht (1999), Van Gerven (2000), p. 127-139

gaan uitmaken van de CBF, die sindsdien is genaamd: Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (CBFA).¹¹¹

Art. 15, § 2, 8° van de Wet van 2 maart 1989 machtigt de Koning de gevallen vast te stellen waarin bij verkrijging van de controle 'de andere aandeelhouders van deze vennootschap een vergelijkbare kans moeten krijgen om hun effecten tegen gelijkwaardiger voorwaarden over te dragen' en is derhalve de grondslag van het in het De Benedetti-KB geregelde verplicht bod (ook wel genoemd 'gedwongen bod'). De biedplicht vloeit dus voort uit het gelijkheidsbeginsel en beoogt de achterblijvende aandeelhouders de mogelijkheid te bieden een evenredig deel van de controlepremie te incasseren (§ 2.2.1 sub b).¹¹²

Het verplicht bod is thans geregeld in de art. 41-44 De Benedetti-KB en houdt kort gezegd het volgende in (zie nader de volgende hoofdstukken).¹¹³ Er ontstaat een biedplicht bij verwerving van de controle over een vennootschap wier zetel in België is gelegen en waarvan effecten op een Belgische beurs zijn genoteerd, geregeld worden verhandeld of worden gehouden door meer dan 50 personen. Er is sprake van 'controle' indien de mogelijkheid bestaat om de meerderheid van de leden van het bestuur te benoemen of te ontslaan. De biedplicht geldt slechts indien voor het verwerven van de controle een premie is betaald. Als alternatief voor de biedplicht bestaat de mogelijkheid om de koers te handhaven (koersgarantie).¹¹⁴ Voor verschillende situaties gelden vrijstellingen. Het bod wordt uitgebracht op alle aandelen en alle rechten daarop (converteerbare obligaties, opties, enz.). De te bieden prijs is ten minste gelijk aan de hoogste prijs die de bieder in de afgelopen 12 maanden voor de effecten heeft betaald. Het bod luidt in contanten en/of liquide aandelen.

4.6. Italië

In Italië werd het openbaar bod ('offerta pubblica di acquisto', OPA) voor het eerst gereguleerd door het Decreto Legislativo van 7 juni 1974.¹¹⁵ Deze algemene effectenwet bevatte slechts één bepaling inzake openbare biedingen, inhoudende dat bij een openbaar bod een biedingsbericht wordt gepubliceerd. Bij deze wet werd ook de Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Consob) ingesteld, die toezicht moest gaan houden op de beurs en de effectenmarkt, waaronder openbare biedin-

111 Wet van 2 augustus 2002, uitvoeringsbesluit van 25 maart 2003, waarover www.cbfa.be.

112 Zie ook Geens (1990/1), p. 104 e.v.; Wouters (1993), p. 625; Van Gerven (2000), p. 141, Wymeersch (2002), p. 538. Anders Cornelis/Grenson (1997), p. 69.

113 Zie voor het Belgische verplicht bod: Van Dyck (2000), p. 23 e.v.; Cornelis/Grenson (1997); Geens (1990/1); Nelissen-Grade (1997), p. 118-133; Byttebier (1993), p. 786-790, www.cbfa.be

114 Zie art. 42, § 1 De Benedetti-KB, waarover Cornelis/Grenson (1997), p. 64-65

115 Wet van 7 juni 1974 nr. 216 (Wet 216/74).

gen.¹¹⁶ Eerst door Decreto Legislativo van 23 maart 1983¹¹⁷ en 4 juni 1985¹¹⁸ kwam er een daadwerkelijke biedingsregeling tot stand, waarin echter geen biedplicht was opgenomen.¹¹⁹

Bij Decreto Legislativo van 18 februari 1992¹²⁰ werd een, op de biedplicht van het Verenigd Koninkrijk (City Code) geïnspireerde, verplicht bod-regeling ('offerta pubblica di acquisto obbligatorie') ingevoerd. Met de biedplicht werd beoogd alle aandeelhouders de mogelijkheid te bieden om te delen in de controlepremie (gelijke behandeling, § 2.2.1 sub b). Dit werd vooral van belang geacht gezien de hoge concentratie van aandelen bij bepaalde personen en families. Overdracht van deze controlerende belangen geschiedt buiten de beurs om, waardoor de overige aandeelhouders geen mogelijkheid hebben om ook hun aandelen aan te bieden en aldus een evenredig deel van de controlepremie te incasseren.¹²¹

De biedingsregeling, waaronder de biedplicht, is herzien bij Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52 (hierna: Decreto Legislativo 58/1998).¹²² Deze algemene wet, die in de plaats kwam voor het Decreto Legislativo van 18 februari 1992, trad op 1 juli 1998 in werking en geldt nog steeds. De biedingsregels zijn opgenomen in de art. 102-112 Decreto Legislativo 58/1998. De wet verleent de Consob de bevoegdheid om nadere regels op te stellen, waarvan zij gebruik heeft gemaakt door het uitvaardigen van het Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di emittenti, ook genoemd het Regolamento Emittenti (hierna: Consob Regolamento 11971/1999).¹²³ Voor het openbaar bod zijn van belang de art. 35-50 Consob Regolamento 11971/1999.¹²⁴

Het verplicht bod is thans geregeld in de art. 102-112 Decreto Legislativo 58/1998 en de art. 45-50 Consob Regolamento 11971/1999 en houdt kort gezegd het volgende in (zie nader de volgende hoofdstukken).¹²⁵ Er ontstaat een biedplicht bij verwerving van 30% van de aandelen van een vennootschap die aan een Italiaanse beurs is

116 Zie www.consob.it.

117 Wet van 23 maart 1983 nr. 77 (Wet 77/83).

118 Wet van 4 juni 1985 nr. 281 (Wet 281/85).

119 Zie Franceschelli (1990), p. 161-162; Marcantonio (1994), p. 131; Diemer/Hasselbach (2000), p. 824.

120 Wet van 18 februari 1992 nr. 149 (Wet 149/92).

121 Schmid (1999), p. 407-408; Ruggiero (1998), p. 101, Marcantonio (1994), p. 132

122 Wetgevend besluit 58 van 24 februari 1998, Geconsolideerde wet inzake bemiddeling ingevolge art. 8 en 21 van Wet 52 van 6 februari 1996

123 Consob Regeling 11971 van 14 mei 1999 ter uitvoering van de bepalingen inzake emittenten van wetgevend besluit 58 van 24 februari 1998. Zie voor de tekst van Decreto Legislativo 58/1998 en Consob Regolamento 11971/1999: www.consob.it.

124 Zie Juvara (2001), Schmid (1999); Diemer/Hasselbach (2000); Allen & Overy (2001).

125 Zie voor het Italiaanse verplicht bod: Schmid (1999), p. 407 e.v., Juvara (2001), p. 337 e.v., Diemer/Hasselbach (2000), p. 829-830; Ruggiero (1998), p. 109-110, Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 23.7 4; Allen & Overy (2001), p. 2-4; www.consob.it.

genoteerd en waarvan de zetel zich in Italië bevindt. Voorts geldt er een biedplicht indien een belang van 30%-50% binnen 12 maanden met 3% wordt uitgebreid. Het bod hoeft slechts betrekking te hebben op 60% van de gewone aandelen. Voor diverse gevallen gelden vrijstellingen. De biedprijs is niet lager dan het gemiddelde van de hoogste prijs die de bieder in de afgelopen 12 maanden voor de aandelen heeft betaald en de gemiddelde beurskoers over de afgelopen 12 maanden. Het bod luidt in contanten en/of liquide aandelen.¹²⁶

4.7. Spanje

In Spanje werd het openbaar bod ('oferta pública de adquisición', OPA) voor de eerste keer gereguleerd door Real Decreto 2083/1980 van 25 januari 1980, dat voor een groot gedeelte was gebaseerd op de Franse biedingsregeling van 1970 (§ 4.4).¹²⁷ Deze wettelijke regeling was verre van volmaakt en leidde vooral bij onvriendelijke en concurrerende biedingen tot problemen. Mede daarom werd de regeling vervangen door Real Decreto 279/1984 van 25 januari 1984, dat deze problemen ondervangt en daarnaast ook verdergaande informatieverplichtingen bevatte.¹²⁸

Door Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, el art. 60 y 34 (hierna: LMV)¹²⁹ werd een geheel nieuwe structuur in het effectenrecht en het toezicht daarop aangebracht. De LMV is nog steeds de algemene effectenwet. De regeling werd uitgewerkt in Real Decreto 726/1989 van 25 juni 1989. Door dit besluit werd ook de oude toezichthouder op het effectenrecht vervangen door de Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV). De CNMV is sindsdien de toezichthouder op de Spaanse effectenmarkt.¹³⁰

Ervaringen in de praktijk en de discussie rondom Richtlijnvoorstel 1990 leidden ertoe dat de biedingsregels in 1991 ingrijpend werden herzien. Real Decreto 726/1989 werd vervangen door het – thans nog geldende – Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre regimen de ofertas publicas de adquisicion de Valores (hierna: Real Decreto 1197/1991).¹³¹ De algemene beginselen van Richtlijnvoorstel 1990 hebben hierbij als uitgangspunt gediend.

126 Het algemene uittredingsrecht van minderheidsaandeelhouders als bedoeld in art. 2437 Codice Civile ('diritto di recesso'), waarover Van Solinge (1994), p. 188-189, geldt niet bij controleverwerving.

127 Rojo (1994), p. 16. Anders: De Cárdenas Smith (2001), p. 455, die als eerste biedingsregeling noemt Real Decreto 1848/1980 van 5 september 1980. Voordat het openbaar bod bij wet was geregeld werd de dissertatie van Zurita (1980) als richtsnoer gebruikt.

128 Rojo (1994), p. 16.

129 Wet 24/1988 van 26 juli 1988 inzake de effectenmarkt (art. 60 en 34)

130 Zie thans art. 13 e.v. LMV. Vgl. ook Rojo (1994), p. 16; www.cnmv.es.

131 Koninklijk Besluit 1197/1991 van 26 juli 1991 inzake openbare biedingen op effecten. Zie voor de tekst: www.cnmv.es. Vgl. ook De Cárdenas Smith (2001); Clifford Chance (2000); Goldman Sachs (2000), p. 23-28.

Door Real Decreto 1197/1991 werd ook het verplicht bod ('oferta obligatoria') ingevoerd, met als doel de effectenhouders te beschermen tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder (vgl. § 2.2.2) en de controlepremie evenredig over de effectenhouders te verdelen (§ 2.2.1 sub b).¹³²

Real Decreto 1197/1991 is laatstelijk op enkele onderdelen gewijzigd door Real Decreto 432/2003¹³³. De afgelopen jaren wordt er vooral vanuit de praktijk kritiek geuit op de Spaanse biedingsregels. De regels zijn verouderd en sluiten onvoldoende aan op de wijze waarop openbare biedingen, in het bijzonder grensoverschrijdende biedingen, thans plaatsvinden.¹³⁴

Het verplicht bod is geregeld in de art. 1-7 Real Decreto 1197/1991.¹³⁵ Deze gecompliceerde regeling, die sterk afwijkt van de regelingen uit de andere onderzochte landen, houdt kort gezegd het volgende in (zie nader de volgende hoofdstukken). Er ontstaat een biedplicht bij het verwerven of vergroten van 'een significante deelneming' (meer dan 25% of 50% van de aandelen) in een vennootschap naar Spaans recht die is genoteerd aan een Spaanse beurs. Bij overschrijding van de 25%-drempel dient een bod te worden uitgebracht op slechts 10% van de effecten (partieel bod), terwijl bij overschrijding van de 50%-grens een bod moet worden gedaan op alle effecten. Naar aanleiding van drie geruchtmakende overnames die plaatsvonden door het verwerven van een belang vlak onder de biedgrens, geldt er sinds 2003 ook een biedplicht bij verwerving van 'feitelijke controle'. Voorts geldt er een biedplicht ingeval een belang van 25%-50% binnen 12 maanden met meer dan 6% wordt uitgebreid of de houder van een 50%-belang voornemens is om de statuten te wijzigen. Daarnaast kan de CNMV bepalen dat er bij een voorgenomen beëindiging van de beursnotering, door de vennootschap zelf een verplicht bod moet worden uitgebracht. Voor verschillende situaties gelden vrijstellingen. Het bod heeft betrekking op de aandelen en de converteerbare obligaties, maar – merkwaardigerwijs – niet op andere rechten op aandelen. De biedprijs wordt gebaseerd op de theoretische boekwaarde en liquidatiewaarde van de vennootschap, de gemiddelde koers over de afgelopen zes maanden en – indien in de afgelopen 12 maanden een openbaar bod op deze aandelen is uitgebracht – de prijs die bij dat bod is betaald. Het bod luidt in ieder geval in contanten.

¹³² Vgl. De Cárdenas Smith (2001), p. 455-456.

¹³³ Uriá & Menéndez (2003); Allen & Overy (2003).

¹³⁴ Zie bijvoorbeeld Burns (2001).

¹³⁵ Zie over het Spaanse verplicht bod: Rojo (1994), p. 16-17; Uriá & Menéndez (2001), p. 1-3. De Cárdenas Smith (2001), p. 457-468, Uriá & Menéndez (2003), p. 2-7, Allen & Overy (2003), p. 1-4, www.cnmv.es

4.8. Zwitserland

Het openbaar bod ('Übernahmeangebot' of 'offre publique d'acquisition') was in Zwitserland tot het midden van de jaren tachtig een ongebruikelijk instrument om publieke vennootschappen over te nemen. Regelgeving ter zake bestond daarom niet.¹³⁶ Toen het aantal openbare biedingen sterk begon toe te nemen, werd in 1989 door de Vereinigung der Schweizer Börsen, waarin de Zwitserse beurs en de vereniging van Zwitserse banken waren vertegenwoordigd, een niet-wettelijke biedingsregeling afgekondigd: de Übernahme-Kodex.¹³⁷ De regeling was gebaseerd op de biedingsregeling van het Verenigd Koninkrijk (City Code) en Richtlijnvoorstel 1989¹³⁸, maar bevatte geen biedplicht. De Übernahme-Kodex werd uitgevoerd door de Regulierungskommission. Bij overtreding van de Übernahme-Kodex was de Regulierungskommission slechts bevoegd om vrijblijvende aanbevelingen te doen, die door weinig beursfondsen werden opgevolgd.¹³⁹ In 1991 werd de Übernahme-Kodex ingrijpend herzien.¹⁴⁰

Voor het gebrek aan sanctiemogelijkheden was voor de wetgever in 1995 reden om de Übernahme-Kodex te codificeren. Sindsdien is het openbaar bod geregeld in het Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, ook genaamd het Börsengesetz (BEHG), 5. Abschnitt: Öffentliche Kaufangebote. Het BEHG is een raamwet. Het openbaar bod is nader geregeld in de Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997 (hierna: Übernahmeverordnung der UEK).¹⁴¹ Veel bepalingen zijn vrijwel ongewijzigd overgenomen uit de Übernahme-Kodex.¹⁴² Het toezicht op openbare biedingen werd opgedragen aan een speciaal hiervoor in het leven geroepen instantie: Die Kommission für öffentliche Kaufangebote, ook genoemd de Übernahmekommission (UEK).¹⁴³ Daarnaast wordt – in mindere mate – toezicht gehouden door de algemene toezichthouder van de beurs, de Eidgenössische Bankenkommission (EBK), die hiervoor een aparte kamer heeft gecreëerd.¹⁴⁴

In het kader van deze codificatie is ook een verplicht bod-regeling ('Angebots-pflicht' of 'obligatorisches Angebot') ingevoerd. De algemene opinie was dat aan-

136 Meier-Schatz (1992), p. 143; Bernet (1998), p. 31 e.v.

137 Tschäni (1994), p. 310. Zie voor de tekst: SZW 1990, p. 167-170.

138 Daeniker (1998), p. 220

139 Hirsch (1997), p. 71; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), § 61, nr. 20, Bernet (1998), p. 37 e.v.

140 Meier-Hayoz/Forstmoser (1998), § 10, nr. 66; Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (1996), § 61, nr. 20; Hirsch (1997), p. 71.

141 Zie Frei (1996), Bernet (1998); Daeniker (1998), hoofdstuk 10; Meier-Schatz (1996), Gajo (1997/3). Vgl. ook het Sondernummer BEHG, SZW 1997. Zie voor de wettekst www.takeover.ch en www.ebk.admin.ch.

142 Hirsch (1997), p. 73; Daeniker (1998), p. 180.

143 Zie Hirsch (1997), www.takeover.ch; www.ebk.admin.ch.

144 Art. 34 BEHG; www.ebk.admin.ch

deelhouders bij en na controleverwerving onvoldoende werden beschermd. Met de biedplicht wordt beoogd bescherming te bieden tegen machtsmisbruik (§ 2.2.2) en, in mindere mate, de controlepremie evenredig te verdelen (§ 2.2.1 sub b).¹⁴⁵

Art. 32 BEHG is de grondslag van de verplicht bod-regeling. De biedplicht is uitgewerkt in de Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997, 4. Kapitel: Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes; art. 24-43 (Börsenverordnung der EBK).¹⁴⁶ De regeling houdt kort gezegd het volgende in (zie nader de volgende hoofdstukken). Er geldt een biedplicht bij verwerving van 33⅓% van de stemrechten van een door Zwitsers recht beheerste vennootschap waarvan aandelen zijn genoteerd aan een Zwitserse beurs. Een vennootschap kan bij statuten bepalen dat de biedplicht voor haar niet geldt ('opting out') of de biedgrens verhogen van 33⅓% tot 49% ('opting up'). Daarnaast bestaan er voor verschillende situaties vrijstellingen. Het bod heeft betrekking op alle aandelen. De biedprijs is ten minste gelijk aan de beurskoers en is niet lager dan 75% van de hoogste prijs die de bieder in de afgelopen 12 maanden voor de aandelen heeft betaald.¹⁴⁷ Het bod luidt in contanten en/of liquide aandelen.

4.9. Conclusie

Nederland bevindt zich door het ontbreken van een verplicht bod-regeling in een uitzonderingspositie binnen de EU. Van de 25 lidstaten hebben er 20 een verplicht bod-regeling. Naast Nederland kennen Luxemburg, Griekenland, Cyprus en Malta geen biedplicht. Anders dan Nederland, hebben deze vier landen echter geen effectenbeurs van betekenis. Ook buiten Europa komt de verplicht bod-regeling voor, maar in mindere mate. Het federale recht van de Verenigde Staten kent geen biedplicht. Slechts enkele minder belangrijke staten hebben een regeling in hun wetgeving opgenomen die eenzelfde effect heeft als een biedplicht. Wel worden de effectenhouders in de Verenigde Staten door andere regelgeving verregaand beschermd en bestaat er veel ruimte voor beschermingsconstructies die machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder in de weg staan en de doelvennootschap in staat stellen een openbaar bod op alle effecten af te dwingen.

De evenredige verdeling van de controlepremie is in alle onderzochte landen één van de motieven, of het enige motief, van de biedplicht. Daarnaast wordt in verschillende onderzochte landen met de biedplicht beoogd de resterende effectenhouders te

145 Zie Köpfli (2000), p. 53-64, 205; Meier-Schatz (1992), p. 150-156; Bernet (1998), p. 212; Assmann/Hirsch (1993); Nobel (1993); Tschäni (1994), p. 313-315.

146 Zie over het Zwitserse verplicht bod de dissertaties van Köpfli (2000), Gruber (1996) en Frei (1996), § 5.3, en voorts: Von der Crone (1997); Bernet (1998), § 10; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 23 8 4; www.takeover.ch

147 Uit dit laatste blijkt het mindere belang dat wordt gehecht aan de verdeling van de controlepremie. Zie ook Köpfli (2000), p. 63.

beschermen tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder. Omdat in de onderzochte landen met de biedplicht vrijwel hetzelfde wordt nagestreefd, vertonen de regelingen aanzienlijke gelijkenis.

Dit geldt in het bijzonder voor de regelingen van het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk. In deze landen wordt een verplicht bod uitgebracht bij verwerving van 30% (Verenigd Koninkrijk en Duitsland) of 33⅓% (Frankrijk) van de stemrechten (Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk) of het aandelenkapitaal (Frankrijk) van een vennootschap wier zetel zich in het desbetreffende land bevindt en waarvan effecten in het desbetreffende land (Verenigd Koninkrijk en Frankrijk) of in de EER (Duitsland) zijn genoteerd. Voor diverse gevallen gelden vrijstellingen. Het bod heeft betrekking op alle aandelen. In het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk wordt het bod ook gericht op alle rechten op aandelen (converteerbare obligaties, opties, enz.). De vergoeding is niet lager dan de hoogste prijs die de bieder in de afgelopen 12 maanden voor de effecten heeft betaald. In Duitsland is deze periode drie maanden en is de gemiddelde beurskoers de absolute ondergrens. Het bod luidt in contanten en/of liquide aandelen. In het Verenigd Koninkrijk moet in ieder geval een vergoeding in contanten worden geboden. In alle drie de landen houdt een onafhankelijke instantie toezicht op de naleving van de verplicht bod-regels.

5. HET VERPLICHT BOD NAAR KOMEND NEDERLANDS RECHT; VOORVRAGEN EN UITGANGSPUNTEN

'How important this financing problem [of mandatory bids] actually would be is an empirical question to which no one has a definitive answer. It should be noted, though, that the objection assumes imperfections in the capital markets – the bold entrepreneur will somehow be unable to find other lenders or co-investors and convince them of the potential value he has discovered – and econometric work on the efficiency of the capital markets makes it implausible to assume that such imperfections are systematically very large, at least for companies operating in regional and national markets.'

R C Clark, Corporate Law, Boston/Toronto 1986

5.1. Inleiding

Alvorens tot het ontwerpen van de materiële verplicht bod-regels wordt overgegaan, dienen verschillende voorvragen te worden beantwoord. Het betreft vragen die van belang zijn voor de *vorm* van de verplicht bod-regeling: wat is de aard van de biedplicht (regel van vennootschapsrecht of regel van marktrecht), welke status dient de regeling te krijgen (wet of zelfregulering), waar moet de biedplicht worden neergelegd (Boek 2 BW, Wte 1995 of elders), moet bij statuten van de wettelijke biedplicht kunnen worden afgeweken, hoe dient de verplicht bod-regeling zich te verhouden tot de biedingsregels inzake het vrijwillig bod, is het wenselijk dat een onafhankelijke instantie toezicht houdt op de naleving van de biedplicht? Deze voorvragen komen in dit hoofdstuk aan de orde.

Bij het ontwerpen van de verplicht bod-regeling dient de strekking van de biedplicht als uitgangspunt te worden genomen. De verplicht bod-regeling moet derhalve aldus worden vormgegeven dat de controlepremie evenredig over de effectenhouders wordt verdeeld, de achterblijvende effectenhouders worden beschermd tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder en de concurrentiepositie van Nederlandse ondernemingen wordt verbeterd (§ 2.5). Gelet op dit laatste is de internationale herkenbaarheid van de regeling van belang. De beoogde verbetering van de Nederlandse concurrentiepositie zal immers slechts worden gerealiseerd door een verplicht bod-regeling met in het internationale kapitaalverkeer bekende kenmerken. Daarom dient zoveel mogelijk te worden aangesloten bij de biedplicht van de belangrijke lidstaten het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk (§ 4.2-4.4).

Voorts dienen de minimumvoorschriften uit de Richtlijn in acht te worden genomen (hoofdstuk 3). Het invoeren van aanvullende regels is toegestaan, maar lichtere

voorschriften zijn slechts geoorloofd indien daarmee geen afbreuk wordt gedaan aan de strekking van de biedplicht uit de Richtlijn.

Tot slot dient bij het ontwerpen van de verplicht bod-regeling het uitgangspunt te zijn een heldere regel die bijdraagt aan de rechtszekerheid, voor de praktijk en de toezichthouder goed uitvoerbaar is en niet leidt tot langdurige rechterlijke procedures.

5.2. Aard van de biedplicht: regel van vennootschapsrecht of regel van marktrecht?

Is de biedplicht een regel van vennootschapsrecht (vennootschapsregel, *lex societatis*)¹ of een regel van marktrecht (marktregel)? Deze vraag is niet alleen van belang voor het bepalen van de werkingssfeer van de biedplicht (aansluiten bij de zetel van de doelvennootschap of bij de markt waar haar effecten zijn genoteerd?, § 6.2), maar ook voor andere zaken, zoals wat de plaats dient te zijn van een verplicht bod-regeling in het Nederlands recht (§ 5.4).

De beantwoording van de vraag wat de aard van de biedplicht is, kan op twee manieren plaatsvinden. Ten eerste aan de hand van hetgeen met de biedplicht wordt beoogd. Indien bijvoorbeeld de strekking is het bieden van bescherming tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder (§ 2.2.2), dan betreft het een vennootschapsregel. Hetzelfde geldt indien wordt beoogd de controlepremie evenredig over de effectenhouders te verdelen (§ 2.2.1 sub b).² Als de biedplicht echter een uitstapmogelijkheid geeft in verband met de geringe verhandelbaarheid van de effecten (§ 2.2.5), is er sprake van een marktregel. Als motieven uit verschillende categorieën aan de biedplicht ten grondslag liggen, kan worden gesproken van een regel met een gemengd karakter. In mijn opvatting en de opvatting van de Europese regelgever dat met de biedplicht moet worden beoogd de controlepremie evenredig te verdelen en bescherming te bieden tegen machtsmisbruik (§ 2.5 en § 3.4), kwalificeert de biedplicht als vennootschapsregel.

Een tweede manier om de aard van de biedplicht te bepalen is aan de hand van de persoon tot wie de verplichting is gericht en de personen jegens wie de verplichting moet worden nagekomen. Door de biedplicht wordt een effectenhouder – in zijn hoedanigheid van lid van de kapitaalvennootschap, althans als persoon die bij haar organisatie is betrokken – een verplichting opgelegd. Het is dus een verplichting die voortvloeit uit het lidmaatschap of de organisatorische betrokkenheid. De verplichting geldt jegens mede-effectenhouders, dus tegenover personen die krachtens de wet en de statuten bij de organisatie van de vennootschap zijn betrokken. Dit betekent dat het een verplichting van vennootschapsrechtelijke aard betreft, zodat ook vanuit deze

1 In deze zin het Consultatiedocument verplicht bod (2002).

2 Aldus ook Dürig (1999), p. 748.

invalshoek moet worden geconcludeerd dat de biedplicht een vennootschapsregel is. Dit wordt bevestigd door het feit dat met de biedplicht vergelijkbare regelingen, zoals de geschillenregeling (art. 2:335 e.v. BW) en de uitkoopregeling (art. 2:92a/201a BW), eveneens worden aangemerkt als vennootschapsregel.

Het voorgaande gaat uit van mijn opvatting en die van de Europese regelgever dat de biedplicht slechts moet gelden voor houders van aandelen of certificaten (§ 7.4). Indien echter ervoor wordt gekozen om ook de houder van andere effecten (bijvoorbeeld de houder van call-opties of converteerbare obligaties die recht geven op een controlerend belang) een biedplicht op te leggen, kan met minder recht worden gesteld dat sprake is van een vennootschapsregel, omdat de verplichting dan niet is gekoppeld aan het lidmaatschap of de organisatierechtelijke verhouding, maar voortvloeit uit een verbintenissenrechtelijke relatie.

Dat de Richtlijn de biedplicht als vennootschapsregel kwalificeert³, blijkt bovendien uit de verwijzingsregel van art. 4 lid 2 Richtlijn, volgens welk de verplicht bod-regeling geldt van de lidstaat waar de doelvennootschap haar zetel heeft, en uit art. 5 lid 3 Richtlijn, op grond waarvan de biedgrens wordt vastgesteld overeenkomstig de voorschriften van deze lidstaat (zie § 6.2.1). De verplicht bod-regeling heeft slechts in zoverre een relatie met de markt, dat ingevolge art. 1 lid 1 Richtlijn de biedplicht alleen geldt als effecten van de doelvennootschap zijn genoteerd aan een beurs in de EER (§ 6.2.2).

De verplicht bod-regelingen van de onderzochte landen kunnen allereerst worden aangemerkt als vennootschapsregel. Met deze regelingen wordt immers beoogd de controlepremie evenredig te verdelen en/of bescherming te bieden tegen machtsmisbruik, terwijl de biedplicht voortvloeit uit de lidmaatschapsverhouding en geldt jegens mede-effectenhouders (§ 4.2 e.v.). De werkingssfeer van deze regelingen is dan ook beperkt tot de naar het 'eigen' nationale recht opgerichte vennootschappen.⁴ Naast deze zetel-eis, geldt de eis dat de effecten van de doelvennootschap in het desbetreffende land of in de EER zijn genoteerd of worden verhandeld. In de onderzochte landen heeft de biedplicht dus een gemengd karakter, het is zowel een vennootschapsregel als een marktregel ('vennootschaps-en-markt-regel').⁵ Zie nader § 6.2.4.

3 Evenzo Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 41, 75-76

4 Dit is ook het geval in de andere EU-lidstaten, evenzo De Kluiver (2003/1), p. 97. Buiten de EU zijn mij evenmin verplicht bod-regelingen bekend die niet als eis stellen dat de doelvennootschap is opgericht naar het recht van het eigen land.

5 Zie voor discussie in Duitsland over de vraag of het 'Pflichtangebot' een vennootschapsregel of een marktregel is: Dürig (1999) (volgens wie het een vennootschapsregel is), Steinmeyer/Häger (2002), § 35 WpÜG, Rn. 2 (zowel 'Kapitalmarktrecht' als 'Konzernrecht'); Meyer (2002), § 35 WpÜG, Rn. 5 ('Kapitalmarktrecht' en geen 'Gesellschaftsrecht'). Zie Gruber (1996), p. 136 e.v., voor deze discussie in Zwitserland. Vgl. ook Forum Europaeum Konzernrecht (1998), p. 727: 'Das Pflichtangebot entstammt international dem Kapitalmarktrecht, nicht dem Konzernrecht'.

Ik concludeer dat de biedplicht – zoals ik die voorsta en door de Richtlijn wordt voorgeschreven – een vennootschapsregel is, omdat de belangrijkste argumenten voor invoering daarvan voortvloeien uit het vennootschapsrecht (bescherming tegen machtsmisbruik en een evenredige verdeling van de controlepremie) en de plicht is gekoppeld aan het lidmaatschap van de vennootschap en geldt jegens mede-leden. Dit betekent onder meer dat de biedplicht dient aan te sluiten bij de statutaire zetel van de doelvennootschap, zich niet kan uitstrekken tot doelvennootschappen naar buitenlands recht⁶, ook kan gelden voor de controlerend effectenhouder naar buitenlands recht of met een buitenlandse nationaliteit, en voorts dat – op het eerste gezicht – voor neerlegging van de biedplicht Boek 2 BW eerder in aanmerking komt dan de Wte 1995.

5.3. Status van de verplicht bod-regeling: wet of zelfregulering?

De biedplicht kan door de wetgever of door de markt worden geregeld. In het laatste geval wordt gesproken van zelfregulering.⁷ Een vorm van zelfregulering is het opnemen van de biedplicht in het Fondsenreglement.⁸ Ook varianten zijn mogelijk, zoals de wettelijke verplichting om in de statuten een verplicht bod-regeling op te nemen die voldoet aan bij wet gestelde minimeisen (§ 5.5.3 sub c).⁹

De Richtlijn laat de lidstaten vrij in hun keuze van de status van de biedplicht.¹⁰ Art. 1 lid 1 bepaalt dat de Richtlijn van toepassing is op de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen, gedragscodes of andere regelingen van de lidstaten, met inbegrip van regelingen die zijn vastgesteld door organisaties die officieel gemachtigd zijn om de markten te reguleren.¹¹ Volgens art. 4 lid 1 Richtlijn zijn de toezichthou-

6 Evenzo Lambrecht (2002), p. 448.

7 Zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 599 e.v.

8 Vgl. het – oude – voorstel van Timmerman (1996), p. 67, om de (destijds) AEX de mogelijkheid te geven een algemene biedingsregeling te ontwerpen.

9 Vgl. de verplichting voor de BV om een blokkeringsregeling in de statuten op te nemen (art. 2:195 BW).

10 Evenzo Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 406; Clausen/Sørensen (1999), p. 182-185; Neye (2000), p. 290; Skog (1996), p. 306; Lambrecht (2002), p. 448. Vgl. ook Edwards (1999), p. 397-399. De Richtlijnvoorstellen 1989 en 1990 stelden een wettelijke regeling verplicht, zie Bouwes (1991), p. 35; Steins Bisschop (1989), p. 246; Edwards (1999), p. 395. Raaijmakers (1999), p. 293 en 297; Timmerman (1999/3), p. 1496; Buijs (1999/2), p. 225; Buijs (2000); Bell (1996), p. 32, zijn van mening dat de Richtlijn nog steeds eist dat de biedingsregels – en dus ook de biedplicht – een wettelijke grondslag hebben, waartegen Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 22.2.2.

11 Zie ook Toelichting op Richtlijnvoorstel 1997, COM (97) 565 def., p. 2; Economisch en Sociaal Comité (1996), nr. 3.1.1.1 en 3.1.1.1.

ders ofwel overheidsinstanties ofwel verenigingen of private lichamen die zijn erkend bij het nationale recht of door overheidsinstanties die bij het nationale recht daartoe uitdrukkelijk zijn gemachtigd. Aldus ook overweging 7 Richtlijn, waarin expliciet wordt bepaald dat het toezicht kan worden uitgeoefend door zelfregulerende instanties.¹² De mogelijkheid van een niet-wettelijke regeling is geïntroduceerd op aandrang van vooral het Verenigd Koninkrijk dat altijd zelfregulering heeft gekend (City Code, § 4.2).¹³ De overheid is en blijft uiteraard verantwoordelijk voor de juiste uitvoering van de Richtlijn (vgl. art. 21 lid 1 Richtlijn) en aansprakelijk voor schade die voortvloeit uit het niet, of niet goed, omzetten daarvan.¹⁴

Bij zelfregulering moet de regulerende instantie ingevolge art. 1 lid 1 Richtlijn 'officieel gemachtigd' worden om de markten te reguleren en krachtens art. 4 lid 1 Richtlijn worden 'aangewezen' om toezicht uit te oefenen. De Richtlijn lijkt derhalve geen ruimte te laten voor vrije of zuivere zelfregulering¹⁵; de overheid dient bij (de totstandkoming van) de regeling betrokken te zijn. Ik zou daarom willen spreken van 'gecontroleerde zelfregulering'.¹⁶ Een geoorloofde tussenvorm is het bij wet aanwijzen van een 'autoriteit', met als taak het reguleren van de biedplicht. Deze autoriteit kan een door de overheid aangewezen 'zelfregulerend lichaam' zijn (bijvoorbeeld Euronext Amsterdam of de AFM) of een door de overheid gecreëerde instantie (bijvoorbeeld de SER¹⁷). Voorts kan mijns inziens aan de eisen van de Richtlijn worden voldaan door invoering van de – al dan niet wettelijke – verplichting voor een vennootschap om in haar statuten een biedplicht op te nemen die voldoet aan de eisen van de Richtlijn (§ 5.5.3 sub c).

Duitsland, Frankrijk, België, Italië, Spanje en Zwitserland kennen een wettelijke biedplicht. De Franse biedplicht is verankerd in de wet, maar wordt uitgewerkt in niet-wettelijke beursregels. Het Verenigd Koninkrijk is het enige onderzochte land

12 Vgl. de considerans van de Richtlijnvoorstellen 1996 en 1997, Toelichting op Richtlijnvoorstel 1996, COM (95) 655 def., p. 3; Timmerman (1996), p. 67, Steins Bisschop (1998), p. 80, Andenas (1996) De mogelijkheid van toezicht op de effectenmarkten door een zelfregulerende instantie is overigens niet nieuw. Euronext Amsterdam is bijvoorbeeld de 'bevoegde autoriteit' zoals bedoeld in de EG-richtlijn inzake toelating van effecten tot de officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd, zie Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 419.

13 Vgl. Edwards (1999), p. 395-399; Skog (1996), p. 306.

14 HvJEG 19 november 1991, NJ 1994, 2 (Francovich); Prinssen (2004); Kapteyn/VerLoren van Themaat (2003), p. 458 e.v.; Lauwaars/Timmermans (2003), p. 112-113, Barents/Brinkhorst (2003), p. 174-175.

15 Zie voor deze begrippen Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 2.2 en § 24.2.2.

16 Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 407, waarover in kritische zin Buijs (2000), p. 135.

17 Een dergelijke tussenvorm werd door de SER voorgesteld met betrekking tot hoofdstuk II van de Fusiecode 1975, zie SER-advies 1996/03, p. 24-25. Vgl. over de verhouding tussen de SER, de Fusiecode 1975 en de WBO: Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 2.2 en 2.7.

met een niet-wettelijke biedplicht.¹⁸ Duitsland en Frankrijk kenden tot resp. 2002 en 1989 zelfregulering. In de onderzochte landen met een wettelijke biedplicht is de grondslag of het raamwerk van de regeling in een formele (raam)wet neergelegd en de biedplicht verder uitgewerkt in een verordening, maatregel of een besluit. Zie nader hoofdstuk 4.

Nederland dient naar mijn oordeel te kiezen voor een wettelijke verplicht bod-regeling. Zelfregulering heeft diverse bezwaren, onder meer inzake de werkingssfeer, de mogelijkheid om de naleving van de regeling te controleren en af te dwingen, de rechtsgang (processuele waarborgen) en de onduidelijke status van de regeling.¹⁹ Deze bezwaren waren reden om Hoofdstuk I Fusiecode 1975 te codificeren.²⁰ Voorts is van belang dat er de afgelopen jaren in het nationale effectenrecht – en ook in het buitenlands recht – een duidelijke verschuiving heeft plaatsgevonden van zelfregulering naar wetgeving. De zorg voor een adequate functionering van de effectenmarkten en de positie van de beleggers op die markten is steeds meer een publieke taak geworden.²¹

5.4. Plaats van de verplicht bod-regeling: Boek 2 BW, Wte 1995 of andere regeling?

Bij invoering van een wettelijke biedplicht rijst de vraag of de biedplicht moet worden neergelegd in een nieuwe, afzonderlijke regeling (bijvoorbeeld: Wet op het verplicht bod) of in een bestaande regeling, en zo ja, welke (Boek 2 BW, Wte 1995 of een andere regeling).²² Omdat zelfregulering geen aanbeveling verdient (§ 5.3), laat ik deze optie onbesproken.

De Richtlijn bevat hieromtrent geen voorschriften. In de onderzochte landen maakt de biedplicht deel uit van de biedingsregeling (hoofdstuk 4). Ook in andere landen met een biedplicht is dat doorgaans het geval.

Naar mijn oordeel dient er geen aparte regeling voor het verplicht bod te worden gecreëerd. Ons recht voorziet reeds in twee algemene regelingen die effectenhouders bescherming bieden: Boek 2 BW en de Wte 1995. De biedplicht kan in één van deze

18 Evenzo Zweden, Hong Kong, Sri Lanka en Zuid-Afrika, zie Wymeersch (2002), p. 525; Kasche (2002), p. 90; Lundin/Johanson/Westerberg (2001), p. 502; Alder (2002), p. ix-xi; Jonsson (1997); KPMG (1999), p. 115. Andere landen kennen tussenvormen. De Portugese biedplicht is bijvoorbeeld een product van zelfregulering, maar dient te worden goedgekeurd door parlement en regering, zie Lopes (2001); AM Pereira, Sáragga Leal, Oliveira Martins (2000), p. 1.

19 Vgl. Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 609 e.v.

20 Oppelaar (2000), p. 269.

21 Zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 607-608.

22 Zie Gruber (1996), p. 136 e.v., voor de vraag of de Zwitserse biedplicht moet worden opgenomen in het 'Börsengesetz', het 'Aktienrecht' of het 'Konzernrecht'.

regelingen worden geïncorporeerd.²³ Het heeft mijn voorkeur om het verplicht bod in de Wte 1995 te regelen.^{24,25} De eerste en belangrijkste reden hiervoor is dat de biedplicht een openbaar bod tot gevolg heeft, waarop de in de Wte 1995 neergelegde biedingsregeling van toepassing is en waarop de AFM toezicht houdt (§ 5.6). Door alle voorschriften te concentreren in één wet, kunnen zij beter op elkaar worden afgestemd en kan er door de AFM een uniform beleid inzake de uitleg en toepassing hiervan worden gevoerd.

In de tweede plaats biedt de gelaagde structuur van de Wte 1995 de mogelijkheid om de kern van de biedplicht in de Wte 1995 op te nemen en de regeling uit te werken in het Bte 1995. Hierdoor kan een flexibele regeling worden gecreëerd, waarmee snel kan worden gereageerd op ontwikkelingen in de markt. Een dergelijke trapsgewijze regeling is weliswaar ook mogelijk in Boek 2 BW, maar daar toch minder gangbaar. Daarbij heeft het ministerie van Justitie (tot wiens domein Boek 2 BW behoort), anders dan het ministerie van Financiën, weinig ervaring met deze wijze van werken.

Een derde reden om te kiezen voor de Wte 1995 is dat hierdoor de AFM eenvoudig kan worden aangewezen als bevoegde toezichthouder. Actief toezicht op het verplicht bod is gewenst, zie nader § 5.7. Indien de biedplicht in Boek 2 BW wordt neergelegd, ligt deze rol van de AFM minder voor de hand. In het systeem van Boek 2 BW wordt op de naleving van de regels toegezien door de betrokkenen (aandeelhouders, certificaathouders, belanghebbenden, etc.) en in bepaalde gevallen ook door de A-G bij het gerechtshof te Amsterdam. Het is overigens niet onmogelijk om de AFM toezicht te laten houden op regels uit Boek 2 BW, getuige ook de komende rol van de AFM inzake het toezicht op de jaarstukken van beursgenoteerde vennootschappen (§ 2.3.1 sub a).

Tot slot wordt met de keuze voor de Wte 1995 aangesloten bij de buitenlandse verplicht bod-regelingen, hetgeen bijdraagt aan de internationale herkenbaarheid van de regeling (§ 2.2.3).

Het feit dat de biedplicht een vennootschapsregel is (§ 5.2), heeft niet aan opname in de Wte 1995 – dat hoofdzakelijk marktregels bevat – in de weg te staan. In de Wte 1995 kan de beperking worden opgenomen dat de verplicht bod-regeling slechts van toepassing is op vennootschappen met statutaire zetel in Nederland.²⁶ Ook in de onderzochte landen is de biedplicht opgenomen in een marktregeling, maar

23 Oppelaar/Banz (2002), p. 5, willen de biedplicht integreren in de Wmz 1996, omdat de strekking van deze wet goed aansluit bij de biedplicht. Ik meen dat de Wmz 1996 een transparantiewet is, die er niet toe strekt om minderheidseffectenhouders te beschermen. Deze wet ligt daarom minder voor de hand.

24 Evenzo De Kluiver (2000), p. 116; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 76.

25 De Wte 1995 zal naar verwachting in 2005 worden geïntegreerd in de Wet op het financieel toezicht (Wft), zie Van den Berg/Jonk/Moelker (2003). De verplicht bod-regeling zal dan ook deel gaan uitmaken van de Wft.

26 Vgl. de in art. 9q en art. 9s Bte 1995 opgenomen verplichting om een informatieve vergadering te houden bij een openbaar bod, die slechts geldt voor vennootschappen naar Nederlands recht, waarover Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/2).

geldt zij slechts voor vennootschappen die worden beheerst door het recht van het desbetreffende land (zie § 6.2).

5.5. Statutaire afwijking van de wettelijke biedplicht

5.5.1. De wenselijkheid van een statutaire afwijkingsmogelijkheid

Een wettelijke biedplicht heeft als bezwaar dat de verplichting niet altijd aansluit op de wensen van de individuele vennootschappen, waaronder haar kapitaalverschaffers. Het is mogelijk dat vennootschappen in het geheel niet zijn gediend van een biedplicht of dat zij zich niet kunnen vinden in de inhoud van de regeling, bijvoorbeeld omdat zij een hogere of lagere biiddrempel of een andere te bieden vergoeding prefereren. Het is daarom wenselijk dat de mogelijkheid wordt geboden om bij statuten²⁷ van de wettelijke biedplicht af te wijken.^{28,29} Een dergelijke afwijkingsmogelijkheid draagt bij aan de gewenste flexibilisering van het recht van kapitaalvennootschappen. Zie nader § 5.5.3 sub a en b.

5.5.2. Staat de Richtlijn toe dat bij statuten van de wettelijke biedplicht kan worden afgeweken?

De Richtlijn verplicht mijns inziens niet om de biedplicht als een dwingendrechtelijke bepaling te formuleren. De Richtlijn staat dus toe dat de nationale verplicht bod-regeling aan individuele vennootschappen de mogelijkheid biedt om bij statuten van de wettelijke biedplicht af te wijken. In de wettelijke verplicht bod-regeling kan bijvoorbeeld worden bepaald dat er een biedplicht geldt bij verwerving van 50% of meer van de stemrechten *of bij een lager bij statuten bepaald percentage*. De wettelijke biedplicht mag zowel worden verzwaaard als verlicht (§ 3.6). Wel geldt uiteraard dat de wettelijke regeling de ruimte voor afwijking in die zin moet beperken dat geen strijd kan ontstaan met de algemene beginselen en de minimumvoorschriften uit de Richtlijn (zie § 3.4 en 3.5). De Richtlijn laat dus bijvoorbeeld niet toe dat de wettelijke biedplicht bij statuten kan worden uitgesloten. Ook in andere regelingen die zijn

27 Het is ook denkbaar om de mogelijkheid te bieden om bij aandeelhoudersovereenkomst van de wettelijke biedplicht af te wijken. Teneinde een generieke afwijking te creëren, zullen alle – huidige en toekomstige – aandeelhouders partij moeten zijn bij de overeenkomst. Omdat de door mij voorgestane verplicht bod-regeling slechts van toepassing is op beursvennootschappen (§ 6.4.1 sub a) en het in de praktijk niet mogelijk zal zijn om alle aandeelhouders van een beursvennootschap te laten contracteren, beperk ik mij tot de statutaire afwijking. Zie ook § 2.3.1 sub d.

28 Opmerkelijk is dat deze belangrijke vraag niet is gesteld in het Consultatiedocument verplicht bod (2002) en dat de respondenten evenmin hierop zijn ingegaan.

29 Zie voor een algemeen pleidooi voor biedingsregels met keuzemogelijkheden Bebchuk/Ferrel (2001).

ingevoerd vanwege EG-richtlijnen, bestaat de mogelijkheid van statutaire afwijking.³⁰

Betoogd wordt dat de Richtlijn geen ruimte biedt voor statutaire afwijking.³¹ Ten eerste zou uit de Richtlijn volgen dat de biedgrens moet liggen op het percentage waar de wet ook overigens de controle aanneemt.³² Deze lezing is niet juist. De Richtlijn bepaalt dat de wettelijke biedgrens niet *hoger* mag zijn dan het percentage waar de wet ook overigens de controle aanneemt. Anders zouden er immers situaties kunnen ontstaan waarin effectenhouders onbeschermd zijn tegen een controlerend effectenhouder (zie nader § 7.4.2). Een *lager* percentage is wel toegestaan, omdat dit tot verdergaande bescherming leidt. Vgl. art. 3 lid 2 en art. 5 lid 6 Richtlijn (§ 3.6.1). Indien de lidstaten zelf strengere voorschriften mogen stellen, is het logisch dat de lidstaten ook in hun regelgeving mogen bepalen dat vennootschappen strengere voorschriften kunnen stellen.

Het tweede argument dat wordt aangevoerd ter staving van de ongeoorloofdheid van de statutaire afwijking is dat de Richtlijn verplicht tot het bepalen van een *vast* wettelijk percentage. Het is juist dat de lidstaten een vast percentage moeten vaststellen. Aansluiten bij het flexibele begrip 'feitelijke controle' zal dus bijvoorbeeld niet geoorloofd zijn (§ 7.3.2). Ik lees hierin echter niet het verbod om vennootschappen de mogelijkheid te bieden een lager – vast – percentage te kiezen.

Het derde aangevoerde argument houdt in dat de mogelijkheid van afwijking ertoe zal leiden dat er verschillen ontstaan tussen en binnen de lidstaten. Het is juist dat er verschillen zullen ontstaan *tussen* de lidstaten. Dit is echter niet slechts het gevolg van de mogelijkheid van statutaire afwijking. De Richtlijn is een kaderrichtlijn, die door de lidstaten nader moet worden uitgewerkt (§ 3.3). Indien uniformiteit tussen de lidstaten zou zijn beoogd, was niet voor deze opzet gekozen.³³ Dat er *binnen* de lidstaten verschillen ontstaan is eveneens juist. Dit lijkt mij echter niet bezwaarlijk.³⁴

30 Ik noem art. 6 lid 1 tweede EEG-richtlijn 77/91/EEG inzake kapitaalbescherming volgens welk het geplaatst kapitaal van een NV bij oprichting ten minste 25.000,- ECU bedraagt. In de Nederlandse uitvoeringswetgeving is het minimumbedrag gesteld op € 45.000,- (art. 2:67 lid 2 BW). Niemand zal toch willen ontkennen dat het geoorloofd is dat een vennootschap bij statuten bepaalt dat het geplaatst kapitaal hoger is dan het wettelijk voorgeschreven bedrag.

31 Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 51-52, wier opmerkingen weliswaar slechts zijn gericht op de vraag of bij statuten van de wettelijke biedgrens mag worden afgeweken, maar mijns inziens ook gelden voor andere onderdelen van de biedplicht, zoals de werkingssfeer en de te bieden vergoeding. Vgl. ook Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 514.

32 Gelet hierop is het opmerkelijk dat Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), § 5.3.8, pleiten voor een biedplicht bij verkrijging van 50% of meer van de stemrechten *of het kapitaal*. De wet neemt geen zeggenschap aan bij het houden van een kapitaalbelang waaraan geen stemrechten zijn verbonden. Vgl. art. 2:24a (dochtermaatschappij) en art. 2.24b (groep) BW.

33 De Richtlijnvoorstellen 1989 en 1990 lieten de lidstaten minder ruimte voor uitwerking. Art. 4 Richtlijnvoorstellen 1989 en 1990 stelde bijvoorbeeld de biedgrens expliciet op 33½% van de stemrechten. Door sommigen, waaronder Wouters (1991), p. 17, werd overigens aangenomen dat het lidstaten zelfs onder deze oude Richtlijnvoorstellen vrij stond om een lager percentage te kiezen.

34 Evenzo Van Olfen (2001)

Statuten zijn openbaar, zodat eenieder eenvoudig kennis kan nemen van de verplicht bod-regeling van de desbetreffende vennootschap. Desgewenst kan worden bepaald dat van een statutaire afwijking gemotiveerd mededeling wordt gedaan in de jaarstukken (§ 5.5.5). Daarbij zijn er wel meer statutaire regelingen die per vennootschap verschillen, zoals beschermingsconstructies. Voor zover het verschil in regelingen wel voor ongemak zorgt, kan worden gesteld – als het een statutaire uitbreiding van de biedplicht betreft – dat het belang van verdergaande bescherming voor de effectenhouders zwaarder weegt dan dit ongemak. Zie ook § 5.5.3 sub a. Overigens zal het verschil in verplicht bod-regels binnen de lidstaat niet alleen worden veroorzaakt door de mogelijkheid van statutaire afwijking, maar ook door het recht van vennootschappen om zich in een andere lidstaat te vestigen en aldaar deel te nemen aan het economisch verkeer.³⁵ Hierdoor kunnen in een lidstaat ook buitenlandse vennootschappen actief zijn waarop van de biedplicht van deze lidstaat afwijkende verplicht bod-regelingen van toepassing zijn.

5.5.3. Vormen van statutaire afwijking

a. Bij statuten verzwaren van de wettelijke biedplicht

Vennootschappen die van oordeel zijn dat de wettelijke biedplicht onvoldoende bescherming biedt, dienen de mogelijkheid te hebben de biedplicht bij statuten te verzwaren of uit te breiden. Een vennootschap kan deze extra bescherming bijvoorbeeld willen bieden teneinde zich aantrekkelijker te maken voor kapitaalverschaffers.³⁶ Gedacht kan worden aan het uitbreiden van de werkingssfeer van de biedplicht, het niet van toepassing verklaren van wettelijke vrijstellingen, het verlagen van de bieddrempel^{37,38}, het verruimen van het begrip ‘personen met wie in overeenstemming wordt gehandeld’ (‘persons acting in concert’, § 7.5), het uitbreiden van de soorten effecten waarop het bod moet worden gericht (bijvoorbeeld ook op rechten op aan-

35 Vgl. art. 43 en 48 EG-Verdrag; HvJEG 9 maart 1999, JOR 1999/117 nt. Van Solinge; NJ 2000, 48 nt. PV (Centros); HvJEG 5 november 2002, JOR 2003/4 nt. Van Solinge; NJ 2003, 58 nt. PV (Überseering), HvJEG 30 september 2003, JOR 2003/249 nt. Vossestein (Inspire Art)

36 In gelijke zin Pöch (1999), p. 95.

37 De Finse en Oostenrijkse verplicht bod-regeling voorzien in de mogelijkheid van een statutaire verlaging van de wettelijke biedgrens van resp. 66⅔% en 30% van de stemrechten. In Finland hebben diverse grote beursfondsen (waaronder Nokia, Outokumpu, Repola en Tamfelt) de biedgrens verlaagd tot 33⅓%. Zie Clausen/Sørensen (1999), p. 189; Kaisanlahti (1997), p. 5; Goldman Sachs (2000), p. 41; Zinser (2000); Fuchs (2002), p. 152; Pöch (1999), p. 94; De Kluiver (2003/1), p. 105. De Jong (2001/2), p. 81-82, bepleit een regeling inhoudende dat de vennootschap zelf, bij statuten, de biedgrens bepaalt.

38 EADS NV heeft en Numico NV krijgt een statutaire verplicht bod-regeling met een bieddrempel van 33⅓% resp. 30%. Indien Nederland zou kiezen voor een biedgrens van 50%, kan bij deze vennootschappen de behoefte bestaan daarvan bij statuten af te wijken.

delen, § 9.5.1 sub b), het verhogen van de te bieden vergoeding³⁹ of het stellen van extra eisen ten aanzien van de aard van de vergoeding (bijvoorbeeld in elk geval in contanten). Met een dergelijke keuzemogelijkheid wordt de aantrekkelijkheid van de verplicht bod-regeling vergroot, ook voor buitenlandse partijen. Dit kan bijdragen aan het verbeteren van de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Mijn voorkeur gaat uit naar een regeling waarbij de vennootschap zelf kan bepalen welke onderdelen van de wettelijke biedplicht worden verzwaaard en in welke mate, en zij dus niet is gebonden aan enkele wettelijke keuzemogelijkheden. Zie art. 6g lid 1 (proeve) Wte 1995. Aanvullende regelingen moeten worden getroffen indien ook andere effectenhouders dan aandeelhouders (bijvoorbeeld certificaathouders) aan de verzwaaring van de biedplicht moeten worden gebonden (vgl. § 7.4.3 sub a).

De Richtlijn biedt ruimte voor een wettelijke biedplicht met statutaire verzwaarmogelijkheid (§ 5.5.2). De verplicht bod-regelingen van de onderzochte landen voorzien hier niet in.⁴⁰ Het bezwaar dat de Nederlandse regeling op dit punt zou afwijken van de internationale standaard, weegt mijns inziens niet op tegen de voordelen van een flexibele regeling. Daarbij worden vennootschappen niet gedwongen om van de internationale standaard af te wijken. Slechts vennootschappen die kiezen voor een statutaire afwijking nemen een uitzonderingspositie in.

Het argument dat de mogelijkheid van verzwaaring onwenselijk is omdat hierdoor verschillende verplicht bod-regelingen ontstaan, overtuigt niet (zie § 5.5.2). Waar het om gaat is dat kapitaalverschaffers de zekerheid hebben dat zij een bepaald minimumniveau van bescherming genieten. Dit wordt gegarandeerd door de wettelijke minimumregeling. Indien toch een bepaalde mate van uniformiteit wenselijk wordt geacht, kan worden overwogen om in de wet ten aanzien van verschillende onderwerpen keuzemogelijkheden te bieden dan wel een kader te geven waarbinnen de biedplicht moet vallen.⁴¹ Men denke aan de regel dat de wettelijke bieddrempel van 30% mag worden verlaagd tot 25%.

Evenmin overtuigt het argument dat door de statutaire afwijkingsbevoegdheid verschil ontstaat tussen vennootschappen die voor en na de invoering van de biedplicht naar de beurs zijn gegaan.⁴² Zoals vermeld in § 5.5.2 zijn er wel meer statutaire verschillen tussen vennootschappen en zal er door de openbaarheid van de statuten geen gevaar van verwarring ontstaan. Voorts kunnen reeds genoteerde vennootschappen de wettelijke biedplicht bij statuten uitbreiden (§ 2.3.1 sub d). Bovendien zullen de ver-

39 Volgens de Oostenrijkse verplicht bod-regeling is de biedprijs niet lager dan 85% van de hoogste prijs die de bieder in de voorgaande 12 maanden heeft betaald, maar kan dit percentage bij statuten worden verhoogd tot 100%, zie Zwissler (1999), p. 416; Köck (2001), p. 54-55; Fuchs (2002), p. 154-155; Pösch (1999), p. 94-95; De Kluiver (2003/1), p. 105.

40 Zie Mitteilung Nr. 2 der UEK vom 21. Juli 1997: Angebotspflicht, aant. I.4.2, voor een geval uit het Zwitserse recht waarin een statutaire verhoging van de te bieden vergoeding in strijd werd geacht met het BEHG en het Gesellschaftsrecht.

41 Vgl. art. 2:195 BW, dat het kader van de blokkeringsregeling geeft.

42 Van Solinge (2001/1), p. 105.

schillen in de loop der jaren vanzelf verminderen, omdat het relatieve belang van de na invoering van de biedplicht genoteerde vennootschappen zal toenemen.

Verder wordt als bezwaar van de mogelijkheid van verzwaring genoemd, dat hierdoor een dermate zware verplicht bod-regeling kan worden gecreëerd dat deze gaat werken als beschermingsmaatregel.⁴³ Hierbij moet vooral worden gedacht aan het verlagen van de bieddrempel, tot bijvoorbeeld 15% of zelfs tot 1%. Ik zie dit probleem niet. Een biedplicht bij controleverwerving is in die zin een beschermingsmaatregel dat het niet mogelijk is om de zeggenschap te verkrijgen door het onderhands verwerven van slechts een controlerend belang (zie § 2.3.2 sub a-b). Het bij statuten verlagen van de bieddrempel heeft tot gevolg dat evenmin een kleiner belang kan worden opgebouwd. Daarmee wordt de vennootschap echter nauwelijks extra beschermd, omdat met een dergelijk niet-controlerend belang toch al geen overname kon worden gerealiseerd. Indien dit wel wordt aangemerkt als een ongewenste toename van bescherming, dan ligt het – voor zover het gaat om beursvennootschappen – op de weg van Euronext Amsterdam om hiertegen op te treden, bijvoorbeeld door aanpassing van bijlage X Fondsenreglement.

b. Bij statuten verlichten of uitsluiten van de wettelijke biedplicht

Naast de mogelijkheid van verzwaring van de wettelijke biedplicht, is het wenselijk dat de biedplicht bij statuten kan worden verlicht of beperkt dan wel volledig buiten toepassing kan worden verklaard.⁴⁴ Ik zie geen reden om vennootschappen die de wettelijke biedplicht onwenselijk achten, tegen hun wil onder het bereik van de regeling te houden. Ook deze keuzemogelijkheid draagt bij aan de aantrekkelijkheid van de regeling. Zie § 5.5.3 sub a.

Een vennootschap kan om haar moverende redenen de bescherming van de wettelijke biedplicht te vergaand vinden. Men denke aan een vennootschap die vanwege het bestaan van verschillende grootaandeelhouders of een hoge opkomst tijdens aandeelhoudersvergaderingen, een wettelijke bieddrempel van 30% te laag acht en deze bij statuten wenst te verhogen tot 50%. Voorts kan de behoefte bestaan om de minimaal te bieden vergoeding te verlagen of het aantal of de soorten effecten waarop het verplicht bod is gericht te beperken.⁴⁵ Bij het buiten toepassing verklaren van de volledige regeling kan worden gedacht aan het geval dat een vennootschap met hoofdzakelijk kapitaalverschaffers in de Verenigde Staten (waar de biedplicht vrijwel niet voorkomt, § 4.1), de verplicht bod-regeling als obstakel ervaart bij het aantrekken van nieuw kapitaal in deze buitenlandse markt.

Aan de mogelijkheid van statutaire verlichting en uitsluiting van de biedplicht zijn verschillende bezwaren verbonden. Allereerst dient het besluit door de AvA te wor-

— —

43 Van Solinge (2001/1), p. 105

44 Evenzo De Kluiver (2003/1), p. 106-109. Zie ook De Jong (2001/2), p. 81-82.

45 De Oostenrijkse verplicht bod-regeling voorziet in deze mogelijkheid, zie Clausen/Sørensen (1999), p. 194, De Kluiver (2003/1), p. 105

den genomen, waardoor een kleine meerderheid van de aandeelhouders een grote minderheid bescherming kan ontnemen. En indien de biedplicht ook bescherming beoogt te bieden aan andere effectenhouders dan aandeelhouders (bijvoorbeeld houders van certificaten, opties of converteerbare obligaties, § 9.5.1), doet zich de situatie voor dat aandeelhouders over vermindering of uitsluiting van hun bescherming beslissen.

Verder is het mogelijk dat een grote meerderheid van de vennootschappen de biedplicht aanzienlijk verlicht of uitsluit, in welk geval de beoogde concurrentieverbetering van de Nederlandse ondernemingen (§ 2.2.3) niet zal worden gerealiseerd. In dat geval zou kunnen worden besloten om de mogelijkheid van statutaire verlichting of uitsluiting te schrappen. Anderzijds kan dan ook worden geconcludeerd dat er kennelijk geen behoefte bestaat aan een biedplicht en dat de regeling in het geheel moet worden geschrapt. Dit is anders indien vooral grootaandeelhouders hebben bewerkstelligd dat de wettelijke biedplicht niet van toepassing is.

Tot slot draagt zulk een keuzemogelijkheid niet bij aan de internationale herkenbaarheid van de regeling (§ 2.2.3). Van de onderzochte landen biedt alleen de Zwitserse verplicht bod-regeling de mogelijkheid om de wettelijke biedplicht volledig buiten toepassing te verklaren (de zgn. 'opting out'-regeling)⁴⁶ en een – beperkte – mogelijkheid van statutaire verlichting, namelijk het verhogen van de biiddrempel van 33⅓% tot 49% (de zgn. 'opting up'-regeling).⁴⁷

Hoewel dit gegronde bezwaren zijn acht ik hen niet dermate zwaarwegend dat de keuzemogelijkheid achterwege moet blijven. Ik ken meer gewicht toe aan de voordelen van een flexibele regeling.

De Richtlijn biedt geen ruimte voor een uitsluitingsclausule, waardoor dit beding niet in de komende Nederlandse verplicht bod-regeling kan worden opgenomen. Het is wenselijk dat bij de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn in 2011 (zie art. 20 Richtlijn), deze mogelijkheid alsnog wordt geboden. Aangesloten kan worden bij art. 12 Richtlijn, dat een 'opting out'-clausule bevat inzake het verbod om beschermingsmaatregelen te treffen (art. 9 Richtlijn) en het doorbreken van beschermingsconstructies (art. 11 Richtlijn).

46 Art. 22 Abs. 2 BEHG, waarover Bernet (1998), p. 221-223; Daeniker (1998), p. 206-208. Circa 19% (32 uit 167) van de Zwitserse beursvennootschappen heeft voor deze 'opting-out'-regeling gekozen. In vrijwel alle gevallen betreft het vennootschappen die reeds een controlerend effectenhouder hebben. Zie Bohrer/Kubli (1998). Portugal kent een beperkte 'opting-out'-mogelijkheid slechts niet-genoteerde vennootschappen kunnen de biedplicht buiten toepassing verklaren; zie De Kluiver (2003/1), p. 104.

47 Art. 32 Abs. 1 en Art. 52 BEHG, waarover in positieve zin Hopt (1997), p. 390, en in kritische zin Bernet (1998), p. 217. Circa 6% (8 van de 135) van de Zwitserse beursfondsen die onder het bereik van de wettelijke biedplicht vallen heeft gebruik gemaakt van de 'opting up'-regeling, zie Bohrer/Kubli (1998). Een lijst van beursgenoteerde vennootschappen met statutaire 'opting up'- en 'opting out'-clausules is vermeld op de website van de toezichthouder (www.takeover.ch) en de beurs (www.bourse.ch). Vgl. ook Mitteilung Nr. 2 der UEK vom 21. Juli 1997: Angebotspflicht, aant. 1; Peter (1996), p. 179, Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 588.

De Richtlijn staat wel het verlichten van de biedplicht toe, zolang de statutaire afwijking geen afbreuk doet aan de minimumbescherming die de Richtlijn beoogt te bieden (§ 5.5.2). Men denke aan het volgende geval. Ingevolge art. 5 lid 1 Richtlijn wordt het verplicht bod gericht op alle aandelen en certificaten (§ 9.5.1). Als Nederland zou bepalen dat het bod ook betrekking heeft op alle rechten op aandelen en certificaten (converteerbare obligaties, opties, enz.), kan in aanvulling daarop de mogelijkheid worden geboden om bij statuten te bepalen dat het bod slechts ziet op de aandelen en certificaten. Niet geoorloofd is echter dat bij statuten kan worden bepaald dat het bod alleen is gericht op aandelen. Denkbaar is dus de regel dat de wettelijke biedplicht bij statuten kan worden verlicht, mits wordt voldaan aan bepaalde – op art. 5 Richtlijn gebaseerde – minimumvoorschriften. Omdat zulk een voorschrift de verplicht bod-regeling bijzonder complex maakt en waarschijnlijk weinig zal worden toegepast vanwege de beperkte afwijkmogelijkheden, dient invoering van deze regel vooralsnog achterwege te blijven. De regeling dient eerst te worden ingevoerd indien de Richtlijn toestaat dat de wettelijke biedplicht bij statuten kan worden uitgesloten. Pas dan ontstaat er immers voldoende ruimte om van de wettelijke regeling af te wijken.

c. Statutaire biedplicht bij uitsluiting van de wettelijke biedplicht

Denkbaar is dat vennootschappen een biedplicht wel wenselijk achten, maar zich niet kunnen vinden in de door de wetgever gecreëerde regeling, zelfs niet indien deze de mogelijkheid biedt van statutaire afwijking. De vennootschap kan de behoefte voelen geheel naar eigen inzicht een verplicht bod-regeling te creëren. In zulk een situatie dient de vennootschap de mogelijkheid te hebben om bij statuten de wettelijke biedplicht uit te sluiten en in plaats daarvan een zelf ontworpen biedplicht in te voeren. Feitelijk is er dan sprake van een situatie waarin aan de statutaire biedplicht voorrang wordt gegeven boven de wettelijke biedplicht. Een dergelijke benadering is niet nieuw in ons vennootschapsrecht. Ook de wettelijke geschillenregeling is subsidiair van aard, art. 2:337 BW.⁴⁸ De laatste jaren hebben verschillende Nederlandse vennootschappen een statutaire biedplicht ingevoerd (§ 2.3.1 sub d). Deze vennootschappen zouden dan hun regeling kunnen handhaven.

De Richtlijn biedt naar mijn oordeel ruimte voor een regeling waarbij de wettelijke biedplicht door een statutaire biedplicht kan worden vervangen. In de wettelijke verplicht bod-regeling zal dan moeten worden bepaald dat de statutaire biedplicht voldoet aan bepaalde op art. 5 Richtlijn gegronde minimeisen. Nederland heeft er dan voor zorg gedragen dat bij controleverwerving een verplicht bod wordt uitgebracht dat voldoet aan de voorwaarden van de Richtlijn.

Evenals bij de statutaire verlichting van de wettelijke biedplicht (§ 5.5.3 sub b) heeft zulk een voorschrift als bezwaar dat de wettelijke verplicht bod-regeling ingewikkeld wordt en dat er vanwege de beperkte mogelijkheden waarschijnlijk weinig

48 Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 495.

gebruik van zal worden gemaakt. Daarom geldt ook hier dat deze regeling pas moet worden ingevoerd als de Richtlijn daarvoor voldoende ruimte biedt.

5.5.4. Invoering van statutaire verplicht bod-regels

Vennootschappen die hun effectenhouders aanvullende bescherming willen bieden door een verzwaring van de wettelijke verplicht bod-regeling, moeten hun statuten wijzigen (art. 2:231 BW). Zie ook § 5.5.5. Doen zij dat niet, dan geldt de wettelijke biedplicht. Het staat de vennootschappen vrij om op een later moment alsnog de wettelijke biedplicht te verzwaren. Verzwaring is niet mogelijk nadat een controlerend belang is verworven.

Een biedplicht kan niet ontstaan door een statutaire verzwaring van de wettelijke biedplicht, tenzij de effectenhouder voor wie de biedplicht is gaan gelden met de verzwaring heeft ingestemd (art. 2:81 BW en § 2.3.1 sub d). Indien de AvA bijvoorbeeld zou besluiten om de wettelijke 30%-drempel (§ 7.4) te verlagen tot 20%, dan ontstaat er voor de 25%-effectenhouder dus slechts een biedplicht indien hij met dit besluit heeft ingestemd.

De datum van inwerkingtreding van de wettelijke biedplicht dient aldus te worden bepaald dat vennootschappen voldoende tijd hebben om de statutaire wijziging te regelen, zodat vennootschappen niet met een onwelgevallige verplicht bod-regeling worden geconfronteerd.

5.5.5. Motiveringsplicht bij statutaire afwijking van de wettelijke biedplicht

In het algemeen is het wenselijk dat effectenhouders bescherming genieten van een verplicht bod-regeling (§ 2.5). Het uitgangspunt van de wettelijke verplicht bod-regeling dient daarom te zijn dat het voorschrift integraal van toepassing is. Indien in de toekomst na herziening van de Richtlijn (§ 5.5.3 sub b-c) de mogelijkheid zou worden geboden om de wettelijke biedplicht bij statuten te verlichten of buiten toepassing te verklaren, dan is het wenselijk dat de vennootschap die hiervoor opteert daarvoor een motivering geeft ('comply or explain').⁴⁹ Dit draagt bij aan de transparantie van de regels die op de vennootschap van toepassing zijn en biedt kapitaalverschaffers adequate informatie voor hun investeringsbeslissingen. In de door mij voorgestane verplicht bod-regeling – die slechts een verzwaring van de wettelijke regeling toestaat (§ 5.5.3 sub a) – is een motivering minder noodzakelijk, omdat de door de wet geboden minimumbescherming niet kan worden aangetast. Toch acht ik ook hier om voornoemde redenen een motivering gewenst. De motivering wordt toegevoegd aan de jaarrekening en het jaarverslag (art. 2:392 BW, 'overige gegevens') en wel zolang de afwijkende situatie voortduurt. Zie art. 6g lid 2 (proeve) Wte 1995.

49 De Commissie Tabaksblat (2003), p. 5-6 en nr. I.1, beveelt zulk een regel aan inzake haar corporate governance code. Vgl. ook art. 10 Richtlijn, dat de vennootschap verplicht om in het jaarverslag gedetailleerde inlichtingen te verstrekken over haar beschermingsconstructies.

5.5.6. Periodieke besluitvorming door de AvA over de statutaire afwijking

Het is wenselijk dat de aandeelhouders ook na invoering van de statutaire afwijking van de wettelijke biedplicht de mogelijkheid wordt geboden om zich uit te spreken over deze afwijking. Hiertoe kan worden bepaald dat de AvA periodiek – bijvoorbeeld ten minste om de vier jaar – besluit over het al dan niet voortzetten van de afwijking, zie art. 6g lid 3 (proeve) Wte 1995.⁵⁰ Desgewenst kunnen de aandeelhouders door middel van het agenderingsrecht (art. 2:114a BW-wetsvoorstel 28 179) hierover ook op andere momenten besluiten. Er is slechts sprake van een besluit tot het niet voortzetten van de statutaire afwijking indien is voldaan aan de eisen voor een statutenwijziging bij de desbetreffende vennootschap (bijvoorbeeld een versterkte meerderheid), vgl. art. 2:121 BW.

5.6. De verhouding van de verplicht bod-regeling tot de bestaande regels inzake vrijwillige biedingen

Een verplicht bod verschilt niet wezenlijk van een vrijwillig bod. Daarom dienen bij een verplicht bod, naast de specifieke verplicht bod-regels, de bestaande regels inzake het vrijwillig openbaar bod onverkort van toepassing te zijn. Ook bij het verplicht bod moet de markt tijdig en adequaat worden geïnformeerd inzake koersgevoelige omstandigheden (art. 9b Bte 1995). Verder dient de effectenhouder bij een verplicht bod over voldoende tijd en informatie te beschikken om het bod te kunnen beoordelen, in welke verband vooral van belang zijn de minimale aanmeldingstermijn (art. 9o lid 3 Bte 1995), het biedingsbericht (art. 9i Bte 1995) en de informatieve vergadering van de doelvennootschap (art. 9q Bte 1995). Voorts dienen de effectenhouders door de verplicht bieder gelijk te worden behandeld, waarbij ik in het bijzonder noem de plicht om alle effectenhouders hetzelfde bod te doen (art. 9h lid 1 Bte 1995), de ‘best price rule’ (art. 9h lid 5 Bte 1995) en het verbod van gunstiger transacties (art. 6b Wte 1995). Het verbod van een rauwelijks bod (art. 9d Bte 1995) dient te worden geschrapt en dus evenmin te gelden voor het verplicht bod, zie § 9.3. Ook in de Richtlijn en de onderzochte landen zijn de regels inzake het vrijwillig bod mede van toepassing op het verplicht bod. Omdat het verplicht bod tevens een openbaar bod is als bedoeld in art. 1 sub o Wte 1995, zijn de bestaande biedingsregels automatisch van toepassing en zou kunnen worden volstaan met een opmerking in de toelichting. Het heeft echter mijn voorkeur om dit duidelijkheidshalve expliciet in de verplicht bod-regeling te bepalen, zie art. 6d lid 3 (proeve) Wte 1995.

50 Vgl. De Kluiver (2003/1), p. 108. Zie ook art. 10 lid 3 Richtlijnvoorstel 2002, dat een dergelijke regeling voorschreef inzake door de vennootschap getroffen beschermingsconstructies, en art. 2:96 lid 1 BW, krachtens hetwelk delegatie van emissiebevoegdheid slecht mogelijk is voor een periode van vijf jaar. Vgl. voorts Code Tabaksblat, nr. II.1.1 en nr. III.3.5. benoeming van bestuurders en commissarissen voor maximaal vier jaar, met de mogelijkheid van herbenoeming.

5.7. De wenselijkheid van een toezichthouder

Het is gewenst dat, zoals in de onderzochte landen en voorgeschreven door art. 4 lid 1 Richtlijn, door een onafhankelijke instantie – bij voorkeur de AFM – toezicht wordt gehouden op de naleving van de verplicht bod-regeling. Het betreft een complexe regeling waarover vaak onduidelijkheid en discussie zal bestaan. Ervaringen in de onderzochte landen bevestigen dit. Een toezichthouder kan op korte termijn een oordeel geven over de uitleg van de regeling, beleid maken en dit publiceren. Voorts kan hij ontheffing verlenen, waardoor voor bijzondere gevallen maatwerk mogelijk is en problemen van samenloop met buitenlandse verplicht bod-regelingen kunnen worden opgelost (§ 6.3.1). Daarnaast kan een toezichthouder door zijn onderzoeksbevoegdheden adequate controle uitoefenen op de naleving van de biedplicht. Hij zal bijvoorbeeld – anders dan de betrokken effectenhouders – ter bepaling van de minimaal te bieden vergoeding, kunnen vaststellen welke prijzen in de afgelopen periode voor de effecten van de doelvennootschap zijn betaald. Bij handelen in strijd met de biedplicht kan een toezichthouder op korte termijn ingrijpen, bijvoorbeeld door het geven van aanwijzingen of het opleggen van sancties. Vooral bij beursvennootschappen is dergelijk optreden van de toezichthouder gewenst, omdat een lange periode van onzekerheid het functioneren van de effectenmarkten verstoort. De afwezigheid van een toezichthouder betekent dat het volledig aan betrokkenen, met name de effectenhouders, wordt overgelaten om de naleving van de biedplicht te controleren en te ageren bij overtreding daarvan. Zie nader hoofdstuk 10.

5.8. De vorm van de verplicht bod-regeling

De in de Wte 1995 (§ 5.4) neer te leggen verplicht bod-regeling zou, mede gelet op hetgeen in voorgaande paragrafen is besproken, de volgende *vorm* kunnen hebben. Zie de hoofdstukken 6-10 voor de *inhoud* van de regeling. Aan het slot van dit boek is een door mij opgestelde proeve van een verplicht bod-regeling opgenomen.

Na hoofdstuk II A (openbaar bod op effecten) Wte 1995 wordt een nieuw hoofdstuk II B ingevoegd, met als titel 'Verplicht bod op effecten'. Dit hoofdstuk begint met art. 6d lid 1 (proeve) Wte 1995, dat – kort gezegd – bepaalt dat er een biedplicht ontstaat bij controleverwerving. In het huidige art. 1 Wte 1995 worden onder meer de begrippen 'controle', 'personen met wie in overeenstemming wordt gehandeld', 'controlerend effectenhouder', 'doelvennootschap' en 'verplicht bod' gedefinieerd. Ingevolge art. 6d lid 2 (proeve) Wte 1995 houdt de verplicht bieder zich aan de bij of krachtens AMvB te stellen regels. Art. 6d lid 3 (proeve) Wte 1995 bepaalt dat de art. 6a tot en met 6c Wte 1995 (de biedingsregels, die gelden bij een vrijwillig bod) mede van toepassing zijn bij het verplicht bod (zie § 5.6).

Volgens art. 6e (proeve) Wte 1995 vervalt de biedplicht indien de controlerend effectenhouder zijn belang binnen een bepaalde periode afbouwt tot onder de biedgrens (gratieperiode, § 8.3). Art. 6f (proeve) Wte 1995 bepaalt dat de controlerend

effectenhouder van de biedplicht wordt ontslagen indien de AvA van de doelvennootschap daartoe besluit (dispensatieprocedure, § 8.4).

Ingevolge art. 6g lid 1 (proeve) Wte 1995 kan de wettelijke biedplicht bij statuten worden verzwaaard (§ 5.5). Dat wil zeggen dat door een statutaire afwijking aanvullende bescherming mag worden geboden aan de effectenhouders van de doelvennootschap.

De AFM wordt aangewezen als bevoegde toezichthouder (art. 40 Wte 1995 jo. Overdrachtsbesluit Wte 1995) en kan haar bevoegdheden inzake vrijwillige biedingen tevens uitoefenen ten aanzien van het verplicht bod (zie hoofdstuk 10).

De in art. 6d lid 2 (proeve) Wte 1995 bedoelde nadere verplicht bod-regels worden opgenomen in een na hoofdstuk III A Bte 1995 in te voegen hoofdstuk III B: 'Bepalingen ter uitvoering van art. 6d lid 2 Wte 1995'. In dit hoofdstuk worden door de art. 9w e.v. Bte 1995 onder meer geregeld: de openbare mededeling bij controleverwerving, het moment waarop het verplicht bod wordt uitgebracht, de nakoming van de biedplicht door een derde, de onvoorwaardelijkheid van het bod, de effecten waarop het bod is gericht en de hoogte en de aard van de te bieden vergoeding.

In de art. 6h en 6i (proeve) Wte 1995 wordt bepaald dat de minister van Financiën en de AFM vrijstelling resp. ontheffing kunnen verlenen, een en ander op dezelfde wijze als thans geregeld voor het vrijwillig bod in art. 6a lid 5 en art. 6c Wte 1995 (zie hoofdstuk 8 en § 10.5.1 sub d). De vrijstellingen van de biedplicht worden geregeld in een nieuw hoofdstuk III A Vrijstellingsregeling Wte 1995.

Tot slot is het wenselijk dat de AFM een beleidsregel (art. 1:3 lid 3 jo. art. 4:81 Awb) vaststelt inzake het verplicht bod, waarin aandacht wordt besteed aan in ieder geval: de uitleg van het begrip controle, de gevallen waarvoor vrijstelling geldt, het verlenen van ontheffing en de te bieden vergoeding. Zie het slot van de proeve van een verplicht bod-regeling.

5.9. Conclusie

Bij het opstellen van de verplicht bod-regeling dienen naar mijn mening de volgende uitgangspunten te gelden. De kernbepalingen van de verplicht bod-regeling worden in de Wte 1995 neergelegd en uitgewerkt in het Bte 1995. De minimumvoorschriften uit de Richtlijn worden hierbij in acht genomen. De bestaande biedingsregels, die gelden bij een vrijwillig bod, zijn mede van toepassing bij het verplicht bod.

De strekking van de biedplicht wordt als richtsnoer genomen. De verplicht bod-regeling wordt derhalve aldus vormgegeven dat de controlepremie evenredig over de effectenhouders wordt verdeeld, de achterblijvende effectenhouders worden beschermd tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder en de concurrentiepositie van Nederlandse ondernemingen wordt verbeterd. Gelet op dit laatste dient zoveel mogelijk te worden aangesloten bij de verplicht bod-regeling van de belangrijke lidstaten het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk.

De verplicht bod-regeling is een vennootschapsregel, omdat de belangrijkste argu-

menten voor invoering daarvan voortvloeien uit het vennootschapsrecht en de plicht is gekoppeld aan het lidmaatschap van de vennootschap en geldt jegens mede-effectenhouders. Dit betekent onder meer dat de verplicht bod-regeling dient aan te sluiten bij de statutaire zetel van de doelvennootschap en zich dus niet kan uitstrekken tot doelvennootschappen naar buitenlands recht en voorts dat de biedplicht ook kan gelden voor de buitenlandse controlerend effectenhouder.

Individuele vennootschappen mogen bij statuten van de wettelijke verplicht bod-regeling afwijken. De statutaire afwijking dient zodanig te zijn dat effectenhouders van de doelvennootschap hierdoor aanvullende bescherming wordt geboden. Het is wenselijk dat bij de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn de mogelijkheid wordt geboden om in de nationale regeling te bepalen dat de wettelijke biedplicht bij statuten kan worden verlicht of volledig buiten toepassing kan worden verklaard. Een vennootschap die bij statuten van de wettelijke biedplicht afwijkt, motiveert dit in haar jaarstukken. De AvA besluit ten minste vierjaarlijks over het al dan niet voortzetten van de statutaire afwijking.

Er wordt een onafhankelijke instantie aangewezen die toezicht gaat houden op de naleving van de verplicht bod-regeling.

6. WERKINGSSFEER

'De theoretische argumentatie wijst in belangrijke mate uit dat de verplicht bods-regel veeleer dan de belangen van de minderheidsaandeelhouders te beschermen, eraan afbreuk doet.'

K. Byttebier, *Het vijandige overnamebod*, Antwerpen/ Apeldoorn 1993

6.1. Inleiding

Voor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling moet worden aangesloten bij de vennootschap waarin het controlerend belang is verworven (de doelvennootschap), en dus niet bij de persoon die het belang verwerft (de controlerend effectenhouder). Met de biedplicht wordt immers beoogd bescherming te bieden aan de effectenhouders van de doelvennootschap.¹ De aard van de controlerend effectenhouder (natuurlijk persoon of rechtspersoon, rechtsvorm, nationaliteit, etc.) is derhalve niet van belang voor het ontstaan van de biedplicht, zie art. 6d lid 1 (proeve) Wte 1995. Dit is ook de benadering van art. 5 lid 1 Richtlijn² en de verplicht bod-regeling in de onderzochte landen.

In dit hoofdstuk wordt onderzocht welke doelvennootschappen onder het bereik van de verplicht bod-regeling dienen te vallen. In § 5.2 concludeerde ik dat de biedplicht een vennootschapsregel is en daarom – vanuit dogmatisch oogpunt – zou moeten aansluiten bij de zetel van de doelvennootschap. In § 6.2 wordt de vraag beantwoord of dit ook vanuit praktisch oogpunt wenselijk is. Voorts wordt ingegaan op de problematiek van samenloop van verplicht bod-regelingen uit verschillende landen, in welk verband een verwijzingsregel zal worden voorgesteld (§ 6.3). Tot slot wordt bepaald op welke soorten rechtspersonen de verplicht bod-regeling van toepassing moet zijn (§ 6.4). Dient zij slechts te gelden voor beursvennootschappen of ook voor andere open vennootschappen, zoals vennootschappen waarvan effecten geregeld worden verhandeld en vennootschappen met wijdverspreide effecten? En is er reden om besloten vennootschappen en andere rechtspersonen zoals de coöperatie en de OWM onder het bereik van de regeling te brengen?

1 Vgl. ook Raaijmakers (1994), p. 56-57.

2 Enzo Lambrecht (2002), p. 461-462; Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 226

6.2. Aanknopen bij de zetel, de markt of de ingezetenen?

6.2.1. Zetelleer

Voor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling kan worden aangesloten bij de zetel van de doelvennootschap.³ Voor landen die het incorporatiestelsel hanteren (waaronder Nederland, het Verenigd Koninkrijk en Zwitserland) betekent dit dat de verplicht bod-regeling slechts geldt voor doelvennootschappen waarvan de statutaire zetel zich in het desbetreffende land bevindt (het regelende land of thuisland). Voor landen die het stelsel van de werkelijke zetel (*siège réel*, *Sitztheorie*) aanhangen (zoals Duitsland, Frankrijk, België, Italië en Spanje) houdt dit in dat de biedplicht van toepassing is op doelvennootschappen wier hoofdbestuur in het regelende land is gevestigd. Op beide stelsels en zetelbegrippen bestaan varianten.⁴

Toepassing van de zetelleer ligt voor de hand indien de biedplicht – zoals door mij verdedigd (§ 5.2) – wordt gezien als vennootschapsregel. Effectenhouders die in een vennootschap deelnemen, verwachten – en mogen verwachten – dat zij worden beschermd door het vennootschapsrecht van het zetelland.⁵

Aansluiten bij de statutaire zetel heeft het voordeel van de eenvoud en dient de rechtszekerheid. Dat de oprichting van de doelvennootschap volgens een bepaald rechtsstelsel heeft plaatsgevonden is eenvoudig te achterhalen, bijvoorbeeld aan de hand van de statuten of in Anglo-Amerikaanse landen met behulp van het ‘certificate of incorporation’.⁶ De werkelijke zetel is daarentegen niet altijd eenvoudig te lokaliseren.⁷

Verder is een voordeel van de zetelleer dat daarmee wordt aangesloten bij de buitenlandse verplicht bod-regelingen. Hierdoor zal samenloop van de Nederlandse verplicht bod-regeling met buitenlandse verplicht bod-regelingen weinig voorkomen (zie ook § 6.3.1). In alle onderzochte landen geldt de verplicht bod-regeling slechts indien de zetel van de doelvennootschap zich in het regelende land bevindt.⁸ Daarnaast is een extra eis dat de effecten van de doelvennootschap worden gehouden door ingezetenen van het desbetreffende land (§ 6.2.3) dan wel dat de effecten in dat

3 Raaijmakers (1994), p. 57, lijkt hiervoor te pleiten. Het spreekt volgens hem voor zich dat, als hoofdregel, een openbaar bod – ik veronderstel dat hij hiermee ook doelt op de biedplicht – wordt beheerst door de regels dienaangaande van het land waar de doelvennootschap is gevestigd. Vgl. ook Timmerman (2002/3) die in het effectenrecht een opleving ziet van de leer van de statutaire zetel.

4 Zie nader Vlas (2002), nr. 16 en 28; Asser-Van der Grinten-Maeijer 2-II (1997), nr. 56 e.v.; Van Solinge (1994), p. 10-13.

5 Vgl. Clausen/Sørensen (1999), p. 216.

6 Vlas (2002), nr. 25.

7 Vlas (2002), nr. 18, 25 en 30.

8 Enzo De Kluiver (2003/1), p. 97. Ook alle andere mij bekende verplicht bod-regelingen sluiten (mede) aan bij de zetel.

land of in de EER zijn genoteerd of worden verhandeld ('zetel-en-markt-leer', zie § 6.2.4).

De biedplicht uit de Richtlijn is een zetelregel. Dit blijkt allereerst uit de verwijzingsregel van art. 4 lid 2 sub e Richtlijn, volgens welk voor aangelegenheden in verband met het vennootschapsrecht (inzonderheid het percentage van de stemrechten waarmee de controle wordt verworven en eventuele vrijstellingen van de biedplicht) het toepasselijke recht is dat van de lidstaat waar de doelvennootschap haar zetel heeft. Voorts bepaalt art. 5 lid 3 Richtlijn dat de biedgrens wordt vastgesteld overeenkomstig de voorschriften van de lidstaat waar de doelvennootschap haar zetel heeft. Weliswaar wordt in beide voorschriften niet expliciet vermeld dat de biedplicht van toepassing moet zijn op doelvennootschappen die hun zetel in het desbetreffende land hebben, maar het feit dat essentiële onderdelen van de biedplicht worden geregeld door het recht van het land waar de doelvennootschap haar zetel heeft laat geen andere conclusie toe.

Een belangrijk nadeel van het aansluiten bij de zetel is dat er geen verband wordt gelegd met de plaats van de markt van de effecten, dat wil zeggen de plaats van notering of verhandeling. Dit kan tot merkwaardige en ongewenste situaties leiden. Stel dat de controle wordt verworven in een vennootschap wier statutaire zetel in Nederland ligt en die uitsluitend een notering heeft in Duitsland.⁹ Indien Nederland, evenals Duitsland, zou aansluiten bij de zetel, geldt de Nederlandse verplicht bod-regeling, alleen omdat de genoteerde moedermaatschappij in het verleden is opgericht naar Nederlands recht en ondanks het feit dat de markt in deze effecten in Duitsland plaatsvindt.¹⁰ Hiertegen kan worden ingebracht dat ook het aansluiten bij de markt niet altijd betekent dat daarmee een verband is gelegd met de plaats van de werkelijke verhandeling, zie § 6.2.2.

Een ander nadeel van het aansluiten bij de zetel is dat hierdoor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling eenvoudig kan worden ontweken, namelijk door te kiezen voor een vennootschap (als topholding) uit een land met een welgevallige, of geen, verplicht bod-regeling.¹¹ Indien de biedplicht aansluit bij de werkelijke zetel, is het zelfs mogelijk dat bij een naderende controleverwerving de biedplicht wordt ontlopen, namelijk – als het regelende land dit toestaat – door emigratie van het hoofdbestuur van de doelvennootschap.¹² Dit klemmt te meer nu de biedplicht uit de Richtlijn niet geldt bij controleverwerving in niet-EER-vennootschappen, ook niet indien deze aan een beurs in de EER zijn genoteerd (zie art. 1 lid 1 jo. art. 5 lid 1

9 Deze situatie deed zich tot 2002 voor bij Rhein Biotech NV.

10 Vgl. ook Nelissen-Grade (1997), p. 82, en de daar genoemde literatuur

11 Men denke aan de indertijd gemaakte keuze van de DSB Groep voor een holdingvennootschap naar Nederlands-Antilliaans recht ter vermyding van onder meer een komende Nederlandse verplicht bod-regeling (zie § 2.2.3 sub b). Vgl. ook Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 471-472.

12 In het Verenigd Koninkrijk – waar voor toepasselijkheid van de biedplicht is vereist dat zowel de statutaire als werkelijke zetel van de doelvennootschap zich aldaar bevinden (§ 6.2.4) – hebben zich enkele van deze zaken voorgedaan; vgl. Marchant (2003), p. 25; Clausen/Sørensen (1999), p. 215.

Richtlijn). Hierdoor bestaat ook na omzetting van de Richtlijn de mogelijkheid om actief te zijn op de effectenmarkt van de EER met een vennootschap waarvoor geen verplicht bod-regeling geldt.¹³ Dit bezwaar kan worden weggenomen door in de Richtlijn te bepalen dat niet-EER-vennootschappen slechts aan een EER-beurs mogen worden genoteerd indien op hen een wettelijke of statutaire verplicht bod-regeling van toepassing is. Voorts kunnen individuele beurzen zulk een eis stellen. Tegen het argument van het ontwijken van de verplicht bod-regeling kan worden aangevoerd dat kapitaalverschaffers die deelnemen in een vennootschap die niet onder het bereik van een verplicht bod-regeling valt, dit risico willens en wetens aanvaarden.

Tot slot is een bezwaar van de zetelregel dat de AFM (§ 10.2) ook toezicht moet gaan houden op doelvennootschappen die geen relatie hebben met de Nederlandse effectenmarkt, bijvoorbeeld op Nederlandse NV's die slechts aan de beurs van Tokio of New York zijn genoteerd.¹⁴ Dit bezwaar kan echter worden ondervangen door voor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling de aanvullende eis te stellen dat effecten van de doelvennootschap in Nederland of in de EER zijn genoteerd, zie § 6.2.4.

6.2.2. Marktkeer

Een andere mogelijkheid is om voor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling aan te knopen bij de plaats van notering of verhandeling van de effecten van de doelvennootschap. De gedachte achter deze marktkeer of 'domestic market approach' is dat beleggers die op een bepaalde markt effecten verwerven, beschermd dienen te worden door de regels van die markt.¹⁵ Nederland hanteert de marktkeer ten aanzien van vrijwillige biedingen.¹⁶

Een voordeel van de marktkeer is dat bescherming wordt geboden door het recht van het land waar de markt zich bevindt (het marktland). Een belegger die een belang verwerft op de effectenbeurs van een bepaald land, weet dat hij wordt beschermd door de verplicht bod-regeling van dat land. Voor het bepalen van de toepasselijke ver-

13 Vgl. Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 410, Van Olffen (1999), p. 844.

14 Men denke aan James Hardie Industries NV, wier aandelen slechts zijn genoteerd aan de Australian Stock Exchange (ASX) en de New York Stock Exchange (NYSE), zie www.jameshardie.com. Een ander voorbeeld is Head NV, waarvan de aandelen alleen zijn genoteerd aan de NYSE en de Wiener Börse, zie head.com.

15 Hierover in kritische zin Raaijmakers (1994), p. 57 e.v. Vgl. ook Clausen/Sørensen (1999), p. 216. Een variant, die ik verder onbesproken laat, is het aanknopen bij de plaats waar de doelvennootschap een beroep heeft gedaan op het beleggend publiek, dat wil zeggen waar zij haar effecten heeft aangeboden.

16 Ingevolge art. 6a lid 1 Wte 1995 is de biedingsregeling van toepassing indien een openbaar bod wordt uitgebracht op effecten die in Nederland zijn genoteerd of in Nederland geregeld worden verhandeld. Niet relevant is door welk recht de doelvennootschap wordt beheerst. Anders AFM-beleidsregel werkingsfeer (2001), waartegen Grundmann-van de Krol (2001/1), p. 496-497.

plicht bod-regeling behoeft de belegger dus niet te onderzoeken waar de statutaire of werkelijke zetel van de doelvennootschap is gelegen.

In het verlengde hiervan ligt een tweede voordeel, namelijk dat het – anders dan bij de zetelleer (§ 6.2.1) – niet mogelijk is om de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling te ontgaan door een vennootschap naar buitenlands recht op te richten.

Een bezwaar van het aansluiten bij de markt van de effecten is dat de biedplicht naar zijn aard een vennootschapsregel is (zie § 5.2). Het gebruik van uitsluitend een markt criterium voor de toepasselijkheid van een vennootschapsregel is dus om principiële redenen onjuist.

Een aanpalend bezwaar is dat in geen van de onderzochte landen de markt van de effecten als enig criterium wordt gebruikt voor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling. Wel wordt het markt criterium gebruikt in combinatie met het zetel criterium (§ 6.2.4). De keuze van Nederland voor de markt als uitsluitend criterium zal derhalve in internationale verhoudingen op bezwaren stuiten¹⁷, hetgeen niet bijdraagt aan de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Voorts zal er in dat geval vaak samenloop zijn met buitenlandse verplicht bod-regelingen (zie ook § 6.3.1). Indien bijvoorbeeld de controle wordt verworven in een Engelse Plc. waarvan effecten in Nederland zijn genoteerd, zal zowel de Nederlandse verplicht bod-regeling als de verplicht bod-regeling van het Verenigd Koninkrijk van toepassing zijn.

Een ander bezwaar van het aansluiten bij de markt is dat het steeds moeilijker wordt om vast stellen waar de transacties in de effecten plaatsvinden, omdat in toenemende mate gebruik wordt gemaakt van moderne technologische handelssystemen (computers, internet en andere technische hulpmiddelen).¹⁸ Dit geldt niet indien slechts wordt aangesloten bij de notering van de doelvennootschap, wat immers een objectief bepaalbaar criterium is.

De Richtlijn sluit primair aan bij de zetel van de doelvennootschap (§ 6.2.1), en staat een keuze voor de markt dus niet toe. Het is ingevolge art. 1 lid 1 jo. art. 5 lid 1 Richtlijn slechts mogelijk om voor de toepasselijkheid van de nationale verplicht bod-regeling – in aanvulling op het zetelvereiste – te eisen dat effecten van de doelvennootschap in de EER zijn genoteerd.¹⁹

6.2.3. Ingezetenenleer

Als aanknopingspunt voor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling kan ook worden genomen de woonplaats (art. 1:10 BW) van de effectenhouders van de doelvennootschap. Deze benadering gaat uit van de gedachte dat personen die hun woonplaats hebben in een bepaald land, door de regelgeving van dat land moeten worden

17 Vgl. ook Raaijmakers (1994), p. 59.

18 Aldus ook Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 12. Anders Raaijmakers (1994), p. 60.

19 Zie ook Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 226, De Serière (2002), p. 504. Anders Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 75.

beschermd. Gesproken wordt van de ingezetenenleer of – evenals bij de marktleeleer (§ 6.2.2) – van de ‘domestic market approach’. De ingezetenenleer vindt zijn oorsprong in de Verenigde Staten en wordt daar nog steeds in een zeer vergaande vorm toegepast bij vrijwillige biedingen.²⁰ De Belgische verplicht bod-regeling is gedeeltelijk gebaseerd op de ingezetenenleer. Zij is mede van toepassing op Belgische vennootschappen met meer dan 50 in België woonachtige effectenhouders.²¹ Bij toepassing van de ingezetenenleer geldt de Nederlandse verplicht bod-regeling indien de controle wordt verkregen in een vennootschap waarvan effectenhouders woonachtig zijn in Nederland, ongeacht het recht dat de doelvennootschap beheerst en de plaats waar haar effecten zijn genoteerd of worden verhandeld.

De ingezetenenleer heeft – evenals de marktleeleer – als bezwaar dat het principieel onjuist is om de woonplaats van effectenhouders als criterium te hanteren voor de toepasselijkheid van een vennootschapsregel (§ 5.2) en voorts dat niet wordt aangesloten bij de buitenlandse verplicht bod-regelingen.

Verder is een bezwaar dat het ingezetenenleer zich niet verhoudt met het uitgangspunt van het Nederlands vennootschaps- en effectenrecht dat bescherming moet worden geboden aan effectenhouders van Nederlandse vennootschappen en beleggers op de Nederlandse effectenmarkt. Effectenhouders die in Nederland hun woonplaats hebben zijn niet per definitie effectenhouder van een Nederlandse vennootschap of actief op de Nederlandse markt.

Een praktisch bezwaar van de ingezetenenleer is dat de verplicht bod-regeling zeer moeilijk uitvoerbaar zal zijn. Hiervoor is immers inzicht vereist in het effectenbezit van eenieder die zijn of haar woonplaats in Nederland heeft. Bij elke controleverwerving waar ook ter wereld zal moeten worden onderzocht of de desbetreffende doelvennootschap effectenhouders heeft die in Nederland woonachtig zijn. Zelfs indien de ingezetenenleer wordt gecombineerd met de zetelleer, zal dit bezwaar niet vervallen. Effectenhouders van een Nederlandse beursvennootschap zijn immers veelal niet bekend, waardoor doorgaans niet kan worden vastgesteld wat de woonplaats van de effectenhouders is.

De Richtlijn staat niet toe dat voor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling slechts wordt aangesloten bij de markt van de effecten (§ 6.2.2).

6.2.4. *Combinatie: zetel-en-markt-leer*

Mijn voorkeur gaat uit naar een verplicht bod-regeling die de zetelleer en de marktleeleer combineert (‘zetel-en-markt-leer’). De biedplicht dient van toepassing te zijn op

20 De federale biedingsregeling (Williams Act) kan bijvoorbeeld van toepassing zijn indien een buitenlandseieder een advertentie plaatst in een krant in de Verenigde Staten inzake een openbaar bod op een buitenlandse doelvennootschap die niet in de Verenigde Staten is genoteerd en waarvan evenmin effecten aldaar worden verhandeld. Zie nader Clausen/Sörensen (1999), p. 215, en de daar vermelde literatuur; Raaijmakers (1994), p. 57 e.v.; De Bruycker/Geudens (2001), p. 148.

21 Art. 1, § 2, 2° De Benedetti-KB; zie De Bruycker/Geudens (2001), p. 145.

vennootschappen naar Nederlands recht en Europese naamloze vennootschappen met statutaire zetel in Nederland (Nederlandse SE's)²², waarvan aandelen of bewilligde certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel aan een erkende beurs in de EER; zie art. 6d lid 1 (proeve) Wte 1995.

Aansluiting bij de statutaire zetel is gewenst om de in § 6.2.1 genoemde redenen. De aanvullende markt-eis is wenselijk, omdat zonder dit vereiste de AFM (§ 10.2) ook toezicht moet gaan houden op vennootschappen die geen enkele relatie hebben met de Nederlandse of Europese effectenmarkt. De AFM is slechts in staat om adequaat toezicht te houden op vennootschappen waarvan effecten zijn genoteerd in de EER, omdat met de toezichthouders uit deze landen op basis van Europese Richtlijnen afspraken zijn gemaakt over samenwerking en informatieuitwisseling (§ 10.5.1 sub b).²³ Met het zetel-en-markt-criterium wordt aangesloten bij de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk²⁴, Duitsland²⁵, Frankrijk²⁶, België²⁷, Italië²⁸, Spanje²⁹ en Zwitserland³⁰)³¹, wat de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie ten goede komt (§ 2.2.3). Ook de Richtlijn gaat uit van dit gecombineerde criterium (§ 6.2.2).

22 Zie over de komende Nederlandse SE: Verordening 2001/2157/EG, PbEG 2001, L 294/1, Kamerstukken 29 309 (Uitvoeringswet verordening Europese vennootschap); Kiersch/Ter Huurne (2001); De Kluiver (2004).

23 Overigens kunnen er ook in dit geval nog toezichtsproblemen ontstaan voor de AFM, namelijk indien effecten van de doelvennootschap niet slechts in de EER, maar ook daarbuiten zijn genoteerd of worden verhandeld. Alsdan zal de AFM met de toezichthouder uit het niet-EER-land ad hoc afspraken moeten maken over samenwerking en informatie-uitwisseling. Het is bijvoorbeeld denkbaar dat de AFM in verband met het bepalen van de minimaal te bieden vergoeding (§ 9.6) bij de SEC informatie opvraagt over recente transacties in effecten van de doelvennootschap.

24 Nr. 4(a) Introduction of the City Code, waarover Weinberg/Blank, § 4-1005 (1999); Palmer, § 12.303 (1999); Hijmans van den Bergh (2003), p. 4-5; De Kluiver (2003/1), p. 97. De verplicht bod-regeling is van toepassing op bepaalde in het Verenigd Koninkrijk gevestigde vennootschappen ('resident'), waarvan sprake is indien de vennootschap aldaar is opgericht ('registered office') en aldaar haar bestuurszetel heeft.

25 § 1 jo. § 2 Abs. 3 jo. § 2 Abs. 7 WpÜG, waarover Adolff/Meister/Randell/Stephan (2002), p. 113-115; Strothmann (2001), p. 2; Hengeler Mueller Weitzel Wirtz (2000), p. 1-2

26 Art. 5-1-1 Règlement Général du CMF, zie Clausen/Sørensen (1999), p. 215; De Kluiver (2003/1), p. 97.

27 Art. 1, § 1 en § 2 De Benedetti-KB, waarover Nelissen-Grade (1997), p. 78-83, Wymeersch (2002), p. 526; Cornelis/Grenson (1997), p. 40-42

28 Art. 105.1 Decreto Legislativo 58/1998 jo. art. 45.1 Consob Regolamento 11971/1999, zie Diemer/Hasselbach (2000), p. 829; Schmid (1999), p. 404.

29 Art. 8 Real Decreto 1197/1991, waarover Uria & Menéndez (2001), p. 1; Clifford Chance (2000), p. 1.

30 Art. 22 Abs. 1 jo Art. 32 Abs. 1 BEHG, zie Bernet (1998), p. 109 e.v.; Köpflí (2000), p. 125; Daeniker (1998), p. 206.

31 Evenzo Oostenrijk, waarover Pösch (1999), p. 96. Zie voor andere landen Wymeersch (2002), p. 525-528; Clausen/Sørensen (1999), p. 214-215.

De markt waar de effecten moeten worden verhandeld om de biedplicht van toepassing te doen zijn, kan op verschillende manieren worden gedefinieerd. In de meerderheid van de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk, Frankrijk, België³², Italië, Spanje en Zwitserland), is het vereist dat effecten van de doelvennootschap aan een effectenbeurs in het regelende land zijn genoteerd. Deze beperkte werkingssfeer is niet geoorloofd volgens de Richtlijn (§ 6.2.2). Mijn voorkeur gaat ernaar uit om, zoals in Duitsland³³ en in overeenstemming met de Richtlijn³⁴, te eisen dat er een notering is (zie ook § 6.4.1 sub a) in een land in de EER. In dat geval geldt de Nederlandse biedplicht dus ook indien de effecten van een Nederlandse NV slechts zijn genoteerd in bijvoorbeeld London. Een dergelijke ruime werkingssfeer heeft verschillende voordelen. Allereerst wordt hiermee maximale bescherming geboden aan effectenhouders van een Nederlandse vennootschap. Maximale bescherming moet het uitgangspunt zijn, omdat deelnemers in een Nederlandse vennootschap mogen verwachten dat zij bescherming genieten van de Nederlandse verplicht bod-regeling. In de praktijk zal hierdoor vrijwel elke Nederlandse beursvennootschap onder het bereik van de verplicht bod-regeling vallen, omdat zeer weinig Nederlandse vennootschappen uitsluitend aan beurzen buiten de EER zijn genoteerd. Dit maakt de Nederlandse NV aantrekkelijker, hetgeen bijdraagt aan de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Voorts wordt hiermee voorkomen dat een Nederlandse vennootschap de verplicht bod-regeling eenvoudig kan ontgaan door haar effecten niet in Nederland, maar aan een andere EER-beurs te doen noteren.

Om de verplicht bod-regeling van toepassing te doen zijn, dienen naar mijn oordeel in ieder geval aandelen of bewilligde certificaten van aandelen van de doelvennootschap in de EER te zijn genoteerd. Notering van slechts andere effecten, zoals rechten op aandelen (converteerbare obligaties, opties, e.d.), acht ik niet voldoende, omdat de door mij voorgestane verplicht bod-regeling niet ertoe strekt houders van deze effecten te beschermen (§ 9.5.1).

Voor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling dient mijns inziens niet te worden vereist dat alle aandelen en bewilligde certificaten van de doelvennootschap in de EER zijn genoteerd. Notering van een deel van deze effecten is voldoende.³⁵ Dit is ook de benadering van de Richtlijn (art. 1 lid 1)³⁶ en de onderzochte landen.

32 Anders De Kluiver (2003/1), p. 97, die in art. 1, § 2 De Benedetti-KB leest dat de biedplicht ook geldt indien de doelvennootschap slechts een notering buiten België heeft

33 § 1 jo. § 2 Abs. 7 WpÜG, zie Adolff/Meister/Randell/Stephan (2002), p. 113-114. Vgl. ook de Ierse verplicht bod-regeling die tevens geldt indien de doelvennootschap slechts is genoteerd in één of meer bepaalde EU-landen of New York, waarover De Kluiver (2003/1), p. 97.

34 Vgl. ook De Kluiver (2003/1), p. 98.

35 De Nederlandse verplicht bod-regeling moet dus ook van toepassing zijn op de Nederlandse doelvennootschap waarvan bijvoorbeeld 70% van de aandelen in New York is genoteerd, 20% niet is genoteerd en slechts 10% aan Euronext Amsterdam is genoteerd.

36 Enzo Clausen/Sørensen (1999), p. 195, Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 226. Zie ook Toelichting op Richtlijnvoorstel 1996, COM (95) 655 def., p. 4, Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 413.

6.3. Toepasselijk recht in internationale verhoudingen

6.3.1. Samenloop van verplicht bod-regelingen

Het is mogelijk dat een vennootschap onder het bereik valt van verplicht bod-regelingen van verschillende landen. Omdat verplicht bod-regelingen aansluiten bij de zetel van de doelvennootschap (§ 6.2.1), zal er slechts samenloop kunnen zijn indien de statutaire zetel is gelegen in een land dat het incorporatiestelsel huldigt en de werkelijke zetel zich bevindt in een land dat het stelsel van de werkelijke zetel aanhangt. Aangezien het hoofdbestuur van een vennootschap zich doorgaans bevindt in het land naar welk recht de vennootschap is opgericht, komt samenloop van verplicht bod-regelingen weinig voor.³⁷ Deze situatie zal echter veranderen bij voortzetting van de recente groei van het aantal vennootschappen wier hoofdbestuur zich buiten het land van oprichting bevindt.

Samenloop van regelgeving kan uiteenlopende problemen veroorzaken.³⁸ De regels kunnen cumuleren en conflicteren. Cumulatie van regelgeving heeft geen groot probleem te zijn, omdat alle toepasselijke regels kunnen worden nageleefd. Men denke aan het geval dat volgens land A ten minste een vergoeding van 100 moet worden geboden en volgens land B ten minste een vergoeding van 125. Beide regels kunnen dan worden nagekomen door 125 te bieden. Een ander voorbeeld is de situatie waarin land A een biiddrempel heeft van 30% en land B van 40%. Indien een 35%-belang wordt verworven, moet een verplicht bod worden uitgebracht ingevolge de regels van land A. Dat er volgens land B geen biedplicht geldt, is geen probleem. Wel kan cumulatie van regelgeving biedingen onnodig compliceren, vertragen en bovendien kostbaarder maken. Problemen zullen zich vooral voordoen indien regelgeving met elkaar conflicteert. Men denke aan het geval dat in land A het verplicht bod onmiddellijk na controleverwerving moet worden uitgebracht, maar in land B het bod eerst mag worden uitgebracht na goedkeuring daarvan door de toezichthouder. Een ander voorbeeld is het geval dat de verplicht bieder in land A een pakkethouder een pakketvergoeding moet bieden (§ 9.6.2 sub f), terwijl dat in land B verboden is.

Geen van de onderzochte landen kent voorschriften die een oplossing bieden voor samenloop van verplicht bod-regelingen. Maatregelen op nationaal niveau zijn ook moeilijk denkbaar; de oplossing moet worden gevonden in een verwijzingsregel die door meerdere landen wordt geaccepteerd (zie nader § 6.3.2).

37 Wel is er veelvuldig sprake van samenloop van biedingsregelingen, omdat deze regelingen meestal aansluiten bij de markt van de effecten van de doelvennootschap en veel vennootschappen een notering in verschillende landen hebben, zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), hoofdstuk 19, Düing (1999); Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 45-46.

38 Zie ook Boukema (1992); Brunner (1984).

6.3.2. Verwijzingsregel

Samenloop van verplicht bod-regelingen kan worden voorkomen door een verwijzingsregel (conflictenregel). Hiervoor moeten in internationaal verband afspraken worden gemaakt. Een eerste stap is gezet door het neerleggen van een verwijzingsregel in art. 4 lid 2 sub e Richtlijn.³⁹ In aanvulling hierop dient de EU met niet-lidstaten afspraken te maken.⁴⁰

Naar mijn oordeel moet de verplicht bod-regeling gelden van het land waar de zetel van de doelvennootschap zich bevindt (zeteland). Dit is ook de essentie van art. 4 lid 2 sub e Richtlijn.⁴¹ Aansluiten bij de zetel is logisch, omdat de verplicht bod-regeling een vennootschapsregel is en de verschillende nationale verplicht bod-regelingen ook bij de zetel aansluiten. Voorts heeft de zetelregel het voordeel van de eenvoud, wat ook de rechtszekerheid dient. Een andere aantrekkelijkheid van de zetelregel is dat er hierdoor – daargelaten de controverse tussen het incorporatiestelsel en het stelsel van de werkelijke zetel – slechts één verplicht bod-regeling van toepassing zal zijn. Een verwijzingsregel die aansluit bij de markt van de effecten of de woonplaats van de effectenhouders van de doelvennootschap heeft deze voordelen niet. Zie nader § 6.2.

39 Vgl. over art. 4 lid 2 Richtlijn: Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 227-229; De Bruycker/Geudens (2001), p. 141-143; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 22.9; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 12-17, 36-39, 41-42, Clausen/Sørensen (1999), p. 212-214; De Kluiver (2003/1), p. 98; Buijs (1999/2), p. 226; Clarke (1999), p. 75-78, Schutte-Veenstra (2001/1), p. 61-62, Schutte-Veenstra/Gepken-Jager (1999), p. 272-273; Raaijmakers (1999), p. 297; De Vos (2000), p. 11. nr. 8; Lambrecht (2002), p. 452 e.v.; Questions & Answers van de Europese Commissie (2000).

40 Evenzo met betrekking tot de biedingsregels: Raaijmakers (1994), p. 62.

41 Overigens blijft bij toepassing van de door art. 4 lid 2 Richtlijn voorgeschreven verwijzingsregel de mogelijkheid bestaan dat het verplicht bod wordt beheerst door twee rechtssystemen, namelijk in het bijzondere geval dat de doelvennootschap geen notering heeft in het zeteland. Alsdan gelden immers de verplicht bod-regels van het zeteland en de marktregels (dat wil zeggen de procedure-regels inzake het bod, zoals de regels over de informatieverstrekking aan de markt en de effectenhouders en de aanmeldingstermijn) van het land van notering. Dus als de controle wordt verkregen in de Nederlandse vennootschap Equant NV, die slechts aan Euronext Paris (en de NYSE) is genoteerd, dan zijn ingevolge de verwijzingsregel van art. 4 lid 2 Richtlijn de Nederlandse vennootschapsregels – waaronder de komende verplicht bod-regeling – en de Franse marktregels van toepassing. Zie voor andere praktijkvoorbeelden: Mouthaan (2000), p. 121; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 13; Schutte-Veenstra (2001/1), p. 62. In de Richtlijnvoorstellen 1996 en 1997 was er in alle gevallen slechts één rechtstelsel van toepassing. Indien de plaats van de zetel en de notering van de doelvennootschap niet overeenkwamen, was het recht van toepassing van de lidstaat waar de effecten waren genoteerd. Een onderscheid tussen vennootschapsregels en marktregels werd niet gemaakt. Zie voor een pleidooi om ten aanzien van alle onderwerpen uit de Richtlijn aan te sluiten bij het recht van het land waar de zetel van de doelvennootschap is gelegen: Europees Parlement (2000/1), amendement 1 en 2, waarover Schutte-Veenstra (2001/1), p. 62-63; Timmerman (2002/3), p. 168.

In de verwijzingsregel dient een duidelijke keuze te worden gemaakt voor de statutaire zetel of de werkelijke zetel. De Richtlijn maakt deze keuze niet, waardoor de lidstaten het zetelbegrip verschillend zullen uitleggen (§ 6.2.1). Europeesrechtelijk zal het zetelbegrip van art. 48 EG-Verdrag zijn bedoeld.⁴² Vanuit Nederlands standpunt kan het zetelbegrip uit de Richtlijn worden uitgelegd als statutaire zetel als bedoeld in art. 2:66 BW.⁴³ Vanwege de voordelen van het incorporatiestelsel in het algemeen⁴⁴, het feit dat de Europese rechter hiervoor lijkt te hebben gekozen (Überseering⁴⁵) en omdat Nederland dit stelsel aanhangt, gaat mijn voorkeur ernaar uit om voor de toepasselijkheid van de verplicht bod-regeling aan te sluiten bij de statutaire zetel. Het trachten te vinden van een oplossing voor de zetelproblematiek zou overigens met grote zekerheid tot gevolg hebben gehad dat er nimmer een Richtlijn en een verwijzingsregeling zou zijn aangenomen. Het betreft een algemeen probleem van het internationale vennootschapsrecht dat op het niveau van de communautaire regelgever of het HvJEG moet worden opgelost.

In de verwijzingsregel moet duidelijk worden omschreven welke onderwerpen geacht worden deel uit te maken van de verplicht bod-regeling. Bij het ontbreken van zulk een beschrijving kan er discussie ontstaan over de vraag of bepaalde onderwerpen worden beheerst door het recht van het zeteland of het recht van het marktland.⁴⁶ Mijns inziens zijn de volgende aangelegenheden onderdeel van de verplicht bod-regeling: de werkingssfeer van de regeling (zie hoofdstuk 6), de vraag wanneer er sprake is van controle (hoofdstuk 7), de vrijstelling van de biedplicht (hoofdstuk 8)⁴⁷ en het uitbrengen van het bod (hoofdstuk 9). Ten aanzien van het uitbrengen van het bod doel ik slechts op de aspecten die kenmerkend zijn voor het verplicht bod en niet spelen bij het vrijwillig bod, zoals de personen tot wie en effecten waarop het bod is gericht en de minimaal te bieden vergoeding. De algemene voorschriften inzake de gelijke behandeling van de effectenhouders, zoals de 'best price rule' (art. 9h lid 5 Bte 1995) en het verbod van gunstiger transacties (art. 6b Wte 1995), zijn dus niet onderdeel van de verplicht bod-regeling. De verwijzingsregel van art. 4 lid 2 sub e Richtlijn, die zowel geldt voor de biedingsregeling als de verplicht bod-regeling, is

42 Vlas (1999), nr. 344.

43 Ministers van Justitie en Financiën, Kamerstukken II, 1998-1999, 25 732, nr. 7, p. 2, Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 402-403; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 193; Van Olffen (1999), p. 845; Van Olffen (2000), p. 24; Bouwes (1991), p. 6; Schutte-Veenstra/Gepken-Jager (1999), p. 272; Van Solinge (1990), p. 253; Van Solinge (1991), p. 170. Volgens Vlas (1999), nr. 344, valt deze uitleg te 'billyken'.

44 Zie hierover Vlas (2002), nr. 18 e.v.

45 HvJEG 5 november 2002, JOR 2003/4 nt. Van Solinge; NJ 2003, 58 nt. PV (Überseering)

46 Vgl. De Bruycker/Geudens (2001), p. 142-143; Buijs (1999/2), p. 226; Drayton (1999); Andenas, te kennen uit Schutte-Veenstra/Gepken-Jager (1999), p. 273. Zie Eisma (2000) voor de verhouding effectenrecht en vennootschapsrecht in Nederland. Vgl. Van Solinge (2002), art. 3 WCC, voor een opsomming van onderwerpen die worden bestreken door het incorporatierecht.

47 Anders De Senère (2002), p. 506.

op dit punt summier en onduidelijk en behoeft derhalve verheldering.⁴⁸ Dit kan geschieden in het kader van de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn in 2011 (zie art. 20 Richtlijn).

Zolang de zetelproblematiek niet is opgelost en er onduidelijkheid bestaat over de vraag welke onderdelen geacht worden deel uit te maken van de verplicht bod-regeling, zullen zich problemen van samenloop blijven voordoen. Voor deze gevallen dient de AFM (§ 10.2), of de bevoegde buitenlandse toezichthouder, ad hoc ont-heffing te verlenen van de gehele verplicht bod-regeling of van de conflicterende voorschriften (§ 10.5.1 sub d). Hiervoor kan worden aangesloten bij de huidige praktijk inzake vrijwillige biedingen.

6.4. De soorten rechtspersonen waarop de verplicht bod-regeling van toepassing moet zijn

6.4.1. Open vennootschappen

a. Beursvennootschappen

De verplicht bod-regeling dient naar mijn oordeel betrekking te hebben op beursvennootschappen.⁴⁹ Ik versta hieronder vennootschappen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel aan een van overheidswege erkende effectenbeurs. In Nederland betreft dit de vennootschappen waarvan effecten aan Euronext Amsterdam zijn genoteerd of aldaar zijn opgenomen in de categorie 'Verhandeling'.⁵⁰ Zie art. 6d lid 1 (proeve) Wte 1995. Vgl. ook § 6.2.4. Doordat de effecten van deze vennootschappen vrij verhandelbaar zijn is het juist hier eenvoudig om een controlerend belang op te bouwen, met als mogelijk gevolg een onevenredige verdeling van de controlepremie en machtsmisbruik (§ 2.5). Hiermee wordt aangesloten bij de verplicht bod-regelin-

48 Aldus ook Clarke (1999), p. 77. Een voorbeeld hiervan is de geboden vergoeding, die volgens de verwijzingsregel wordt beheerst door het recht van het marktland. Aangenomen kan worden dat hiermee in het algemeen wordt bedoeld op de gelijke behandeling in financiële zin door de bieder van de effectenhouders van de doelvennootschap. Bij een oppervlakkige lezing zou echter kunnen worden verdedigd dat hieronder ook wordt verstaan de minimaal te bieden vergoeding bij het verplicht bod. Gelet op het tweede deel van deze bepaling wordt de minimumvergoeding echter bepaald door het recht van het zetel land. Zie ook Neye (1996), p. 1123. Anders De Bruycker/Geudens (2001), p. 146; Rombouts (2000), p. 419-420; De Kluiver (2003/1), p. 98-99, die daarbij opmerkt dat de – door hem veronderstelde – regel dat de prijs wordt bepaald door het recht van het marktland zich slecht verhoudt met de opvatting van de Europese Commissie dat de bepaling van de biedprijs nauw verbonden is met het verplicht bod.

49 Evenzo VEB (2002), p. 18; Euronext (2002), p. 8; VNO-NCW (2002), p. 13; VEUO (2002), p. 12; SCGOP (2002), p. 8; Oppelaar/Banz (2002), p. 21.

50 Zie ook Grundmann-van de Krol (2004/2), p. 89-90. Gemakshalve spreek ik elders in dit boek doorgaans slechts van genoteerde effecten en genoteerde vennootschappen.

gen van de onderzochte landen, die uitsluitend (Duitsland⁵¹, Frankrijk⁵², Italië⁵³, Spanje⁵⁴ en Zwitserland⁵⁵) of mede (Verenigd Koninkrijk en België, zie § 6.4.1 sub b-d en § 6.4.2) van toepassing zijn op beursvennootschappen. Voorts wordt aldus voldaan aan art. 1 lid 1 jo. art. 5 lid 1 Richtlijn, krachtens hetwelk de verplicht bod-regeling van toepassing is op vennootschappen waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt in de zin van de EG-richtlijn beleggingsdiensten (Richtlijn 93/22/EEG).⁵⁶

b. Vennootschappen waarvan effecten geregeld worden verhandeld

Gelet op de strekking van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling (§ 2.5), dient haar bereik zich niet uit te strekken tot vennootschappen wier effecten niet zijn toegelaten tot de handel aan een erkende effectenbeurs, maar wel regelmatig worden verhandeld ('geregelde verhandeling').⁵⁷ Het gevaar van de onevenredige verdeling van de controlepremie doet zich minder voor bij dit type vennootschappen. Voorts zijn minderheidseffectenhouders van deze vennootschappen beter in staat om machtsmisbruik te voorkomen, te onderkennen en daartegen maatregelen te treffen (zie ook § 2.3.1 sub a). Door deze geringe behoefte aan een verplicht bod-regeling worden de nadelen van een biedplicht (§ 2.3) onvoldoende gecompenseerd. De internationale herkenbaarheid en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3) zijn evenmin redenen om te kiezen voor een ruime werkingssfeer. Van de onderzochte landen geldt namelijk slechts de verplicht bod-regeling van het Verenigd Koninkrijk (zie § 6.4.1 sub d) en België⁵⁸ mede voor dit type vennootschappen. En ook de Richtlijn noopt er niet toe om deze vennootschappen onder het bereik van de biedplicht te brengen (§ 6.4.1 sub a). Een ander argument is van praktische aard. Tegenwoordig is het bij vrijwillige biedingen voor de AFM

51 § 1 jo. § 2 Abs. 3 und 7 jo § 35 Abs. 1 WpÜG, zie Schüppen (2002), § 1-2 WpÜG; Adolff/Meister/Randell/Stephan (2002), p. 113.

52 Art. 5-1-1 Règlement Général du CMF.

53 Art. 105.1 Decreto Legislativo 58/1998, waarover Juvara (2001), p. 337; Diemer/Hasselbach (2000), p. 829; Schmid (1999), p. 408.

54 Art. 1.1 Real Decreto 1197/1991, zie Wymeersch (2002), p. 527, Uriá & Menéndez (2001), p. 1, Clifford Chance (2000), p. 1.

55 Art. 22 Abs 1 jo Art. 32 Abs. 1 BEHG, waarover Köpflü (2000), p. 124-125; Daeniker (1998), p. 206.

56 Evenzo Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 14; De Serièrè (2002), p. 504; De Kluiver (1998/2), p. 279. Anders Forum Europaeum Konzernrecht (1998), p. 730. Vgl. ook Schutte-Veenstra (2001/1), p. 62; Adolff/Meister/Randell/Stephan (2002), p. 113-114. Zie voor het begrip 'toelating tot de handel': Grundmann-van de Krol (2004/2), p. 90, Toelichting bij art. 1 EG-prospectusrichtlijn (Richtlijn 2003/71/EG; PbEU 2003, L 345), COM (2001) 280 def., p. 8.

57 In gelijke zin VEUO (2002), p. 12, Oppelaar/Banz (2002), p. 21. Anders Euronext (2002), p. 8; VNO-NCW (2002), p. 8; De Serièrè (2002), p. 504, De Serièrè (2000), p. 107. Twijfelend: SCGOP (2002), p. 8.

58 Art. 41, § 1 jo. art. 1, § 2, 1° De Benedetti-KB, volgens welk voor toepasselijkheid is vereist dat de geregelde verhandeling plaatsvindt op periodiek door de doelvennootschap georganiseerde veilingen. Zie Cornelis/Grenson (1997), p. 41-42.

en de betrokken vennootschappen veelal niet mogelijk om vast te stellen of effecten geregeld worden verhandeld in de zin van art. 6a lid 1 Wte 1995.⁵⁹ In de gevallen dat dit wel mogelijk is betreft het vaak een tijdrovende operatie die het biedingsproces vertraagt. Daarnaast is het vooral door het gebruik van elektronische handelssystemen en het internet steeds lastiger om vast te stellen of de verhandeling in Nederland plaatsvindt.⁶⁰ Het uitbreiden van de biedplicht tot vennootschappen waarvan effecten geregeld worden verhandeld leidt dus tot afgrenzingsproblemen, wat niet strookt met de gewenste rechtszekerheid. Het oplossen van dit probleem door alle open vennootschappen onder het bereik van de verplicht bod-regeling te brengen, zodat het criterium geregelde verhandeling niet meer relevant is, acht ik ongewenst, omdat er geen reden is voor een biedplicht bij deze andere open vennootschappen (zie § 6.4.1 sub d).

c. Vennootschappen met wijdiverspreide effecten

Indien, anders dan door mij bepleit, zou worden besloten om niet slechts beursvennootschappen maar ook andere vennootschappen die actief zijn op de effectenmarkt onder het bereik van de verplicht bod-regeling te brengen, kan worden overwogen om te bepalen dat de verplicht bod-regeling van toepassing is op vennootschappen met een wijdiverspreid effectenbezit. De fictie is dan dat een vennootschap met een groot aantal effectenhouders – bijvoorbeeld 50 of 100 – actief is op de effectenmarkt. De Belgische verplicht bod-regeling bevat een dergelijk getalscriterium. Naast beursvennootschappen, vallen aldaar onder het bereik van de verplicht bod-regeling vennootschappen wier effecten worden gehouden door ‘het publiek’, dat wil zeggen door meer dan 50 personen.⁶¹ Omdat de Richtlijn minimumvoorschriften geeft (§ 3.6.1), is een dergelijk uitbreiding van de werkingssfeer van de biedplicht geoorloofd. Een getalscriterium zou ook kunnen worden gebruikt in de biedingsregeling, ter vervanging van het moeilijk hanteerbare besloten kring-criterium.⁶² Een bezwaar van het

59 In het verleden moesten buitenbeurstransacties via leden van de Vereniging voor de Effectenhandel lopen, zodat langs die weg een overzicht kon worden verkregen. Zie ook Grundmann-van de Krol (2001/1).

60 Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 258-259. Anders Raaijmakers (1994), p. 60.

61 Art. 1, § 2 De Benedetti-KB, zie Sunt (2001), p. 84; De Bruycker/Geudens (2001), p. 145. Anders Hijmans van den Bergh (2003), p. 4, die – door een afwijkende lezing van art. 2 KB van 7 juli 1999 over het openbaar karakter van financiële vernichtingen – het De Benedetti-KB aldus uitlegt dat de regeling slecht geldt indien de effecten worden gehouden door het Belgische publiek en tevens zijn genoteerd aan een erkende beurs in de EU of regelmatig worden verhandeld

62 Evenzo Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 26. Ook de Italiaanse en Belgische biedingsregelingen hanteren een getalscriterium, met een drempel van resp. 200 en 50 effectenhouders. Zie art. 1.1(v) Decreto Legislativo 58/1998, waarover Schmid (1999), p. 404; Diemer/Hasselbach (2000), p. 825, en art. 1, § 2 De Benedetti-KB, waarover Nelissen-Grade (1997), p. 79-80. Buiten de onderzochte landen kennen de biedingsregelingen van Australië en Canada (Ontario) een getalscriterium, zie resp. Atanaskovic Hartnell (2000), p. 9; Whalley (2000), p. 11; Goodmans (2001), p. 2-3. Een getalscriterium is ook opgenomen in de nieuwe EG-prospectusrichtlijn (Richtlijn 2003/71/EG, PbEU 2003, L 345), waarover Grundmann-van de Krol (2001/2), p. 127; Vossestein (2002), p. 482.

getalscriterium is dat het aantal effectenhouders van de doelvennootschap niet altijd bekend is en fluctueert.

d. Overige open vennootschappen

Om de in § 6.4.1 sub b genoemde redenen acht ik het evenmin gewenst om de verplicht bod-regeling, zoals in het Verenigd Koninkrijk⁶³, van toepassing te doen zijn op alle open vennootschappen, dus ongeacht of de effecten zijn toegelaten tot de handel aan een effectenbeurs, geregeld worden verhandeld of wijdverspreid zijn.⁶⁴ Daarbij zou deze ruime werkingssfeer met zich brengen dat de AFM toezicht moet gaan houden op alle Nederlandse open vennootschappen, wat een zeer arbeidsintensieve en daarom kostbare bezigheid is, die niet opweegt tegen het belang van de zaak.⁶⁵

6.4.2. Besloten vennootschappen

In het Verenigd Koninkrijk⁶⁶ en België⁶⁷ is de verplicht bod-regeling mede van toepassing op besloten vennootschappen. In het Verenigd Koninkrijk is dat enkel het geval indien de aandelen van de vennootschap gedurende een periode van tien jaar openbaar zijn verhandeld of de vennootschap een beroep heeft gedaan op de openbare aandelenmarkt. In België geldt de regeling slechts als de effecten van de besloten vennootschap over meer dan 50 personen zijn verspreid (§ 6.4.1 sub c). Een dergelijke ruime werkingssfeer acht ik ongewenst⁶⁸, om de redenen genoemd in § 6.4.1 sub b. Hierbij geldt als extra argument dat bij deze vennootschappen door de blokkeringsregeling veelal kan worden voorkomen dat een effectenhouder de controle verwerft (§ 2.3.1 sub f) en via de geschillenregeling (art. 2:335 e.v. BW) een oplossing kan worden gevonden voor machtsmisbruik (§ 2.3.1 sub a).

63 Nr 4(a) Introduction of the City Code, zie Weinberg/Blank, § 4-1005 (1997), Palmer, § 12 303 (1999), Godden (1990)

64 Anders Gruber (1996), p 116-117

65 Zie ook De Bruycker/Geudens (2001), p 146, en Rombouts (2000), p 418, die zich afvragen of de Belgische verplicht bod-regeling van toepassing moet blijven op niet-beursvennootschappen, omdat het in die gevallen gaat om vennootschappen die niet of weinig vertrouwd zijn met overnamewetgeving, waardoor de inspanning die de toezichthouder (CBFA) en de betrokken vennootschappen moeten leveren om het dossier tot een goed einde te brengen, meestal in wanverhouding staat tot het belang van de zaak

66 Nr 4(a) Introduction of the City Code, waarover Godden (1990), Marchant (2003), p 26

67 Art 1, § 2, 2° De Benedetti-KB, zie De Bruycker/Geudens (2001), p 145

68 In gelijke zin Timmerman (2003), p 91 Anders Slagter (1998), p 49-50, De Kluiver (1998/2), p. 285, 294-295, De Serière (2000), p 107 Zie ook Reul (1991), p 34-35, Hirsch/Hertig (1992), p 437

6.4.3. Overige rechtspersonen

Denkbaar is om ook andere rechtspersonen dan kapitaalvennootschappen onder het bereik van de verplicht bod-regeling te brengen. Ik doel vooral op de coöperatie en de OWM waarvan (certificaten van) participaties ter beurse zijn genoteerd.⁶⁹ Uitbreiding van de biedplicht tot dergelijke rechtspersonen acht ik niet zinvol. Omdat aan zulke (certificaten van) participaties geen stemrecht is verbonden, kan door het verwerven daarvan geen controle worden verkregen waardoor een controlepremie en machtsmisbruik niet aan de orde zijn (§ 2.5). De internationale concurrentiepositie van deze rechtspersonen (§ 2.2.3) is evenmin aanleiding om hen onder het bereik van de biedplicht te brengen, aangezien in geen van de onderzochte landen deze rechtsvormen onder het bereik van de regeling vallen. Bovendien komen deze constructies in de praktijk weinig voor, zodat een biedplicht ter zake een dode regeling zal worden. Aan Euronext Amsterdam is thans geen coöperatie of OWM genoteerd. De Richtlijn verplicht evenmin om deze rechtspersonen onder het bereik van de verplicht bod-regeling te brengen. Ingevolge art. 1 lid 1 en art. 2 lid 1 sub b jo. art. 5 lid 1 Richtlijn dient de regeling slechts betrekking te hebben op kapitaalvennootschappen.

6.5. Conclusie

De verplicht bod-regeling dient naar mijn oordeel van toepassing te zijn op naamloze vennootschappen naar Nederlands recht en Europese naamloze vennootschappen met statutaire zetel in Nederland (Nederlandse SE's), waarvan aandelen of bewilligde certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel aan een erkende effectenbeurs in de EER. Het is onwenselijk om het bereik van de verplicht bod-regeling uit te breiden tot niet-beursvennootschappen.

Samenloop van verplicht bod-regelingen uit verschillende landen zal weinig voorkomen. Desalniettemin is het gewenst dat er een verwijzingsregel wordt ingevoerd, inhoudende dat de verplicht bod-regeling van toepassing is van het land waar de statutaire zetel van de doelvennootschap zich bevindt. De Richtlijn bevat zulk een verwijzingsregel. Deze regel sluit samenloop echter niet volledig uit. Ten eerste omdat binnen de EER zowel het incorporatiestelsel als het stelsel van de werkelijke zetel wordt gehanteerd. Dit betreft een algemeen probleem van het internationale vennootschapsrecht, dat op het niveau van de communautaire regelgever of het HvJEG moet worden opgelost. Ten tweede geeft de Richtlijn geen uitsluitel over de vraag welke onderdelen van de Richtlijn geacht worden deel uit te maken van de verplicht bod-regeling. Dit probleem dient te worden opgelost in het kader van de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn.

69 Een voorbeeld hiervan is Apothekers Coöperatie OPG UA, waarvan geruime tijd (door de Stichting Administratiekantoor OPG uitgegeven) certificaten van participaties aan de AEX waren genoteerd; zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 60, met referenties.

7. DE CONTROLE

'[C]ontrol, including the power over allocation of the corporate product, is not a corporate asset but an additional factor of value attaching to the control block, which enures to the benefit of its owner and may be realized by him on its sale.'

Perleman v. Feldmann, 129 F Supp. 162, 185 (D. Conn. 1952)

7.1. Inleiding

Voor de beantwoording van de vraag wanneer de biedplicht moet ontstaan, is van belang hetgeen met de verplicht bod-regeling wordt beoogd. De verplicht bod-regeling zoals ik die voorsta en door de Richtlijn wordt voorgeschreven, strekt ertoe de controlepremie evenredig te verdelen en machtsmisbruik te voorkomen (§ 2.5), zodat de biedplicht dient te worden gekoppeld aan deze twee omstandigheden. Zie nader § 7.2 e.v. Indien daarentegen zou worden beoogd een exit te bieden bij een verminderde verhandelbaarheid van de effecten (§ 2.2.5), dient de biedplicht te ontstaan indien deze omstandigheid zich voordoet, wat vaak het geval is bij een concentratiegraad van 90 à 95%. Hetzelfde geldt, mutatis mutandis, indien de biedplicht een uitstapmogelijkheid beoogt te bieden bij een wijziging van het beleid of de identiteit van de vennootschap (§ 2.2.6), verlies van rechten die aan het effect zijn verbonden (§ 2.2.8) of ander omstandigheden. Omdat deze situaties naar mijn oordeel geen grond zijn voor een biedplicht, laat ik ze verder onbesproken.

7.2. Welke omstandigheid dient aanleiding te zijn voor het ontstaan van de biedplicht?

7.2.1. *Betaling van een controlepremie*

Gelet op het streven naar een evenredige verdeling van de controlepremie, zou kunnen worden bepaald – zoals in België¹ – dat er slechts een biedplicht ontstaat indien voor het verworven controlerend belang een premie is betaald.

Een dergelijke regeling verdient geen aanbeveling.² Allereerst wordt hierdoor geen exit geboden bij een gevaar van machtsmisbruik (§ 2.5), waarvan immers wel dege-

1 Art 41, § 1 De Benedetti-KB, waarover Wymeersch (2002), p. 531; Van Dyck (2000), p. 23 e.v.

2 Enzo Van Dyck (2000), p. 24; Wymeersch (1991/2), p. 191.

lijk sprake kan zijn indien geen controlepremie is betaald. Daarom is deze regeling ook niet toegestaan volgens de Richtlijn (§ 3.4). Verder is een bezwaar dat – met uitzondering van België – in geen van de onderzochte landen (§ 7.3), en evenmin in andere EER-landen, dit criterium wordt gehanteerd. Het gebruik hiervan draagt dus niet bij aan de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Overigens zal het niet eenvoudig zijn om het begrip controlepremie te definiëren. Moet bijvoorbeeld het betalen van een extra vergoeding voor een 10%-pakket worden aangemerkt als controlepremie of als pakketvergoeding (§ 9.6.2 sub f)? Kan er slechts sprake zijn van een controlepremie als door de verwerving van de effecten waarvoor de premie is betaald beslissende invloed wordt verkregen? En is er een controlepremie betaald bij beursaankopen indien de koers van het aandeel is gestegen door een concurrerend bod?

7.2.2. *Machtsmisbruik*

Bepaald zou kunnen worden dat er een biedplicht ontstaat indien machtsmisbruik dreigt of daadwerkelijk plaatsvindt.³ Een voordeel van een dergelijke regeling is dat er slechts een biedplicht geldt voor de effectenhouder die zijn positie misbruikt of dreigt te misbruiken en dat de redelijk handelende effectenhouder hiermee niet wordt belast. Als een dergelijke regeling wordt beoogd, zou ook kunnen worden bepaald dat de uittredingsregeling als bedoeld in art. 2:343 BW niet slechts geldt voor BV's en besloten NV's, maar ook voor open NV's.⁴

Aansluiting bij het begrip machtsmisbruik heeft niet mijn voorkeur. Allereerst biedt dit geen oplossing voor de onevenredige verdeling van de controlepremie (§ 2.5). Dit is ook de reden waarom de Richtlijn het gebruik van dit criterium niet toestaat (§ 3.4). Voorts betreft het een weinig objectief criterium, dat tot rechtsonzekerheid leidt. Wanneer is er sprake van machtsmisbruik? Hoe ernstig moet het misbruik zijn om de biedplicht te activeren? En wanneer dreigt er machtsmisbruik? Voorts zal een rechter of een toezichthouder moeten vaststellen of sprake is van (dreigend) machtsmisbruik, wat tot kostbare en tijdrovende procedures leidt. Men denke aan de omslachtige – en daarom weinig gebruikte – geschillenprocedure (art. 2:335 e.v. BW). Daarbij kan het machtsmisbruik hangende de procedure voortduren. Voorts zal misbruik in de regel niet op voorhand zichtbaar zijn, waardoor de biedplicht eerst ontstaat als de benadeling heeft plaatsgevonden. Hierdoor zal er vaak nog een extra procedure inzake de geleden schade moeten worden gevoerd. Tot slot heeft ook dit criterium het bezwaar dat het niet aansluit bij de verplicht bod-regeling van de overgrote meerderheid van de onderzochte landen (zie § 7.2.1).

3 Zie ook Wymeersch (1991/1), p. 630-631.

4 Vgl. Peijster (1998).

7.2.3. Controleverwerving

Naar mijn oordeel dient de biedplicht te worden gekoppeld aan het verwerven van de controle in een vennootschap. Evenzo art. 5 lid 1 Richtlijn. Controleverwerving gaat immers in de regel gepaard met het betalen van een controlepremie en doet het gevaar van machtsmisbruik ontstaan. Het begrip controle heeft als voordeel dat het, anders dan het begrip machtsmisbruik, kan worden uitgewerkt in een concreet en objectief criterium, dat in de praktijk goed is te hanteren en bijdraagt aan de rechtszekerheid. Voorts wordt hiermee aangesloten bij de biedplicht uit de onderzochte landen.

7.3. Methoden ter bepaling van de controle

7.3.1. Het begrip controle

De biedplicht ontstaat indien de controle is verkregen (§ 7.2.3). De 'controle' is echter geen eenduidig begrip. Het is dan ook niet verwonderlijk dat in de onderzochte landen het controlebegrip op verschillende manieren wordt gedefinieerd (§ 7.3.2 e.v.).

De Richtlijn bevat geen definitie van het begrip controle. Art. 5 lid 1 Richtlijn spreekt slechts van het gaan houden van effecten die direct of indirect een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waardoor de controle over de vennootschap wordt verkregen. Ingevolge art. 5 lid 3 Richtlijn wordt het bedoelde percentage en de methode voor de berekening ervan vastgesteld door de lidstaten.⁵

In de door mij voorgestane verplicht bod-regeling dient, gelet op de strekking daarvan (§ 2.5), onder controle te worden verstaan het hebben van doorslaggevende invloed ter zake van de meeste kernbesluiten in de vennootschap (benoeming en ontslag van bestuurders en commissarissen⁶, vaststelling van de jaarrekening, enz.). Voor het verkrijgen van deze bevoegdheden zal immers vaak een controlepremie zijn betaald. Voorts ontstaat het gevaar van machtsmisbruik indien deze bevoegdheden in één hand geraken.

Gelet hierop, kan het begrip controle op twee manieren worden gedefinieerd. In de eerste plaats kan worden aangesloten bij de feitelijke situatie. In deze benadering is sprake van controle indien *daadwerkelijk* beslissende invloed wordt uitgeoefend, of kan worden uitgeoefend, in de vennootschap. Ik spreek hierna van 'feitelijke controle'; zie nader § 7.3.2. In de tweede plaats kan worden *verondersteld* dat bij verkrijging van een bepaald percentage van de stemrechten, de effecten of het geplaatst

5 Anders art. 4 Richtlijnvoorstellen 1989 en 1990 waarin onder 'controle' werd verstaan het houden van 33⅓% of meer van de stemrechten. In verschillende andere Europese richtlijnen wordt het controlebegrip wel uitgewerkt. Zie bijvoorbeeld art. 1 zevende Richtlijn 83/349/EEG inzake de geconsolideerde jaarrekening en art. 3 lid 2 Richtlijn 94/45/EG betreffende de Europese ondernemingsraad.

6 Vgl. ook Berle (1965), p. 630.

kapitaal beslissende invloed kan worden uitgeoefend in de vennootschap. Of dat ook daadwerkelijk het geval is, doet niet ter zake. Ik spreek in dit geval van 'formele controle', zie § 7.3.3. Voorts zijn er varianten denkbaar (§ 7.3.4).

7.3.2. Feitelijke controle

Het materiële begrip 'feitelijke controle' kan op verschillende manieren worden gedefinieerd. Bijvoorbeeld als (i) de mogelijkheid om de meerderheid van de leden van het bestuur of de RvC te benoemen of te ontslaan of (ii) het hebben van beslissende invloed in de AvA gedurende een bepaalde periode.⁷ Vgl. de definitie van 'dochtermaatschappij' (art. 2:24a BW). Ook kan worden aangesloten bij het begrip 'groep' (art. 2:24b BW), waarvan immers eerst sprake is indien het centrale beleid in de top wordt bepaald.⁸

België en Spanje zijn de enige onderzochte landen die gebruik maken van een feitelijk controlebegrip.⁹ In België ontstaat de biedplicht indien de feitelijke controle is verkregen en daarvoor een controlepremie (zie § 7.2.1) is betaald.¹⁰ Er is sprake van feitelijke controle indien een persoon tegenover de doelvennootschap in een affiliatieverband staat, dat wil zeggen als hij de macht heeft om beslissende invloed uit te oefenen op de aanstelling van de meerderheid van de bestuurders of de oriëntatie van het beleid. Per vennootschap zal de toezichthouder (CBFA) dus moeten onderzoeken of hiervan sprake is. In de praktijk vermoedt de CBFA dat er controle is indien circa 30-35% van de stemrechten is verworven.¹¹ In Spanje ontstaat de biedplicht indien feitelijke of formele controle wordt verkregen (zie § 7.4.1 sub b voor de formele controle).¹² Er is sprake van feitelijke controle indien meer dan de helft van de bestuurders door één persoon is benoemd of deze persoon het voornemen daartoe heeft. In dat geval moet een bod worden uitgebracht op alle resterende aandelen. Daarnaast is er ook sprake van feitelijke controle indien meer dan 1/3 van de bestuurders is benoemd of het voornemen daartoe bestaat, in welk geval het bod op slechts 10% van de aandelen betrekking behoeft te hebben.

Een feitelijk controlebegrip leidt tot maatwerk, omdat in de gevallen waarin een biedplicht gewenst is een bod moet worden uitgebracht en er geen biedplicht ontstaat

7 Zie ook Kamerstukken II, 1999-2000, 25 732, nr. 11, p. 6-7, Consultatiedocument verplicht bod (2002), p. 13, Nieuwe Weme (2002/1), p. 208-209

8 Asser-Maeijer 2-III, nr. 608 (2000) Bartman/Dorresteyn (2000), p. 26, bepleiten het gebruik van het groepsbegrip.

9 Evenzo de oude Italiaanse verplicht bod-regeling, volgens welke de toezichthouder (Consob) op voorhand per vennootschap vaststelde bij verwerving van welk percentage van de stemrechten sprake was van een controlerend belang, zie Wymeersch (2002), p. 530-531

10 Art 41 jo art 2, § 1, 7° De Benedetti-KB, waarover Cornelis/Grenson (1997), p. 42-43, Delahaut (1999), Van der Elst (2001), p. 73

11 Van der Elst (2001), p. 73 Zie ook Cornelis/Grenson (1997), p. 43-44

12 Art 1 5-6 Real Decreto 1197/1991, waarover De Cárdenas Smith (2001), p. 457 e.v.; Uriá & Menéndez (2003), p. 3-4, Allen & Overly (2003), p. 1-2, Gómez-Acebo & Pombo (2003).

in situaties waarin weliswaar een groot belang is verkregen maar niet de controle. Hiermee kan ook worden voorkomen dat marktpartijen allerlei constructies bedenken waardoor zij formeel niet, maar feitelijk wel, de controle hebben (§ 7.4.1 sub b). Dergelijk ontwijkingsgedrag was voor de Spaanse wetgever in 2003 de reden om naast het bestaande formele controlebegrip, het hiervoor beschreven feitelijk controlebegrip in te voeren.¹³

Een ander voordeel van het feitelijk controlebegrip is dat hiermee onderscheid kan worden gemaakt tussen het geval waarin de controle kan worden uitgeoefend en daadwerkelijk wordt uitgeoefend. Indien wordt bepaald dat de biedplicht slechts geldt bij het daadwerkelijk uitoefenen van de controle, kunnen participaties die niet tot doel hebben om invloed uit te oefenen in de vennootschap zonder gevolgen plaatsvinden. Men denke aan kruisparticipaties en andere samenwerkingsvormen (§ 2.3.3 sub b).

De Richtlijn staat het gebruik van het begrip feitelijke controle echter niet toe. Art. 5 Richtlijn verplicht de lidstaten een percentage vast te stellen.¹⁴ Wel kan het begrip feitelijke controle worden gebruikt als extra criterium (§ 7.3.4 sub a).

Het feitelijk controlebegrip zou ook niet mijn voorkeur hebben.¹⁵ Allereerst is een dergelijk open begrip in de praktijk een lastig criterium om mee te werken.¹⁶ In veel gevallen zal het niet duidelijk zijn of er sprake is van feitelijke controle¹⁷, waardoor de vaststelling door de toezichthouder of de rechter zal moeten plaatsvinden. Dit is een kostbare en tijdrovende procedure die leidt tot rechtsonzekerheid en onrust in de markt (koersschommelingen) en gedurende welk er machtsmisbruik mogelijk is. Deze bezwaren waren voor de Duitse wetgever reden om in 2002 over te schakelen van een combinatie van feitelijke controle en formele controle naar slechts formele controle (§ 7.4.1 sub a). Op dezelfde gronden is in België in 2000 overwogen om het feitelijk controlebegrip te vervangen door een formeel controlebegrip.¹⁸

13 De directe aanleiding hiervan was een reeks van overnames (Dragados, Vallehermoso en Metrovacesa) waarbij een belang net onder de 25%-biedgrens werd verworven tegen betaling van een aanzienlijke premie, zie Levitt (2002); Demoulin (2003).

14 Evenzo Clausen/Sørensen (1999), p. 189; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 484; Timmerman (2000), p. 124; Van Gerven (2000), p. 145; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 51-52; Storm (2001), p. 101; Lambrecht (2002), p. 462. Anders: De Mol van Otterloo (1999), p. 477, De Mol van Otterloo (2001/1), p. 132; De Mol van Otterloo (2001/2); De Kluiver (2000), p. 112; en de regering bij brief van 2 maart 2002 aan de Tweede Kamer, waarin zij stelt dat de biedplicht kan worden gekoppeld aan feitelijke zeggenschap.

15 Evenzo Raaijmakers (1999), p. 295-296; Storm (2001), p. 102; De Serië (2000), p. 108. Anders VNO-NCW (2002), p. 7-8, De Mol van Otterloo (1999), p. 477; De Mol van Otterloo (2001/2), Börsensachverständigenkommission (1999), p. 14-16

16 In gelijke zin Gower/Davies (2003), p. 731

17 Is er bijvoorbeeld sprake van controle indien de prioriteit het recht heeft om een bindende voordracht te doen voor de benoeming van bestuurders en commissarissen (art. 2.133 BW)?

18 Van Gerven (2000), p. 145. Zie over Belgische problemen bij het gebruik van het feitelijk controlebegrip: het Wagons-Lits-arrest, waarover Wouters (1993), Bruyneel (1994); Foye/Lontings (1993)

Voorts is een argument tegen het feitelijk controlebegrip dat dit criterium, daargelaten België en Spanje, door geen van de onderzochte landen wordt gebruikt (§ 7.4.1). De keuze voor dit begrip zou dus niet bijdragen aan de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3).

7.3.3. *Formele controle*

Het heeft mijn voorkeur om – zoals ook voorgeschreven door de Richtlijn – gebruik te maken van een forfaitair criterium, het begrip formele controle.¹⁹ Alsdan wordt een bepaald (in stemrechten of geplaatst kapitaal uitgedrukt) belang in het algemeen aangemerkt als controlerend belang, zonder dat per geval wordt onderzocht of ook daadwerkelijk sprake is van controle. Bij het desbetreffende belang wordt dus onweerlegbaar vermoed dat de controle wordt gehouden; er is sprake van een fictie. Het grote voordeel van dit criterium is zijn eenvoud.²⁰ Het zal in de regel voor eenieder duidelijk zijn of er een biedplicht geldt, zodat een oordeel van de toezichthouder of de rechter niet nodig is. Dit komt de rechtszekerheid ten goede en voorkomt lange rechterlijke procedures over de uitleg van het controlebegrip. De AFM kan in haar beleidsregel inzake het verplicht bod (§ 5.8) aangeven op welke wijze zij het formele controlebegrip uitlegt. Voorts is een reden dat met het formele controlebegrip wordt aangesloten bij de verplicht bod-regeling uit de meerderheid van de onderzochte landen. Het argument dat met dit criterium geen maatwerk mogelijk is en dat de regeling daarom tot onredelijke uitkomsten zal leiden, overtuigt niet. De reeds drie decennia geldende verplicht bod-regeling van het Verenigd Koninkrijk (§ 4.2) toont aan dat het ontbreken van een materieel criterium niet in de weg staat aan het goed functioneren van de regeling.

Zie § 7.4 voor de invulling van het formele controlebegrip.

7.3.4. *Varianten*

a. Combinatie I: formele of feitelijke controle

Er zou kunnen worden gekozen voor een systeem waarbij een biedplicht ontstaat indien de feitelijke controle (§ 7.3.2) dan wel de formele controle (§ 7.3.3) wordt verkregen.²¹ Spanje kent een dergelijk duaal controlebegrip (zie § 7.3.2 en § 7.4.1 sub

19 Aldus ook Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 1.

20 In gelijke zin Buys (1999/2), p. 228, Wymeersch (1992/1), p. 86

21 In deze zin Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 62; Euronext (2002), p. 2, VEB (2002), p. 2; Oppelaar/Banz (2002), p. 3-4.

b).^{22,23} Omdat de Richtlijn minimumvoorschriften geeft (§ 3.6.1), is dit gecombineerde systeem geoorloofd.²⁴ Naar mijn oordeel verdient dit controlebegrip geen aanbeveling, omdat hieraan – vanwege het element feitelijke controle – verschillende van de in § 7.3.2 genoemde bezwaren zijn verbonden.

b. Combinatie II: formele en feitelijke controle

Denkbaar is om eerst een biedplicht op te leggen indien sprake is van zowel formele als feitelijke controle. In dat geval geldt er dus slechts een biedplicht indien door verwerving van bijvoorbeeld 30% of meer van de stemrechten (formele controle) ook daadwerkelijk de zeggenschap (feitelijke controle) kan worden uitgeoefend.²⁵ Betoogd wordt dat dit ook de wijze is waarop art. 5 lid 1 Richtlijn moet worden gelezen, en dat derhalve niet kan worden volstaan met enkel een formele biiddrempel.²⁶

Een dergelijk duaal controlebegrip lijkt mij om de in § 7.3.2 genoemde redenen onwenselijk en lees ik ook niet in art. 5 lid 1 Richtlijn. Zulk een regeling zou ook onlogisch zijn. Een formeel controlebegrip wordt gebruikt om te voorkomen dat per geval moet worden vastgesteld of er – feitelijk – sprake is van controle. Indien de biedplicht slechts ontstaat indien tevens sprake is van feitelijke controle, heeft het formele controlebegrip zijn functie verloren. Het verbaast dan ook niet dat in geen van

- 22 Evenzo Denemarken, Portugal en Oostenrijk. In Denemarken is er sprake van controle indien beslissende zeggenschap of 33⅓% van de stemrechten kan worden uitgeoefend, zie Meisling/ Baarnng Lerche/Risbjørn (2001), p. 107-108; Bech-Bruun Dragsted (2001), p. 3-4. In Portugal wordt de biiddrempel van 33⅓% van de stemrechten verhoogd tot 50% indien overschrijding van de 33⅓%-drempel niet leidt tot het verkrijgen van de controle in de desbetreffende vennootschap, zie Lopes (2001), p. 435; De Kluiver (2003/1), p. 104. In Oostenrijk wordt 'eine kontrollierende Beteiligung' 'unwiderleglich vermutet' bij: de meerderheid van de stemrechten, het recht om de meerderheid van de leden van het bestuur en de RvC te ontslaan en te benoemen, of het kunnen uitoefenen van doorslaggevende invloed op het beleid. Er is een 'widerlegliche Vermutung' van een 'kontrollierende Beteiligung' bij 30% of meer van de stemrechten, en voorts bij 20%-30% van de stemrechten mits gedurende de laatste drie AvA's de meerderheid van de stemrechten werd vertegenwoordigd. Zie Zinser (2000), p. 576; Zwissler (1999), p. 415; Köck (2001), p. 53-55; Pösch (1999), p. 94; De Kluiver (2003/1), p. 104-105.
- 23 De oude Duitse regeling is dit laatste element terug te vinden. Er wordt weliswaar een formeel controlebegrip gehanteerd (30% of meer van de stemrechten, § 7.4.1 sub a), maar de toezichthouder (BaFin) kan vrijstelling van de biedplicht verlenen indien op basis van de drie voorafgaande AvA's kan worden verwacht dat de desbetreffende effectenhouder niet meer dan 50% van de stemrechten in de AvA zal vertegenwoordigen (zie § 9 WpÜG-Angebotsverordnung).
- 24 Evenzo Clausen/Sørensen (1999), p. 189.
- 25 De Commissie Peters (1997), aanbeveling 5.10, lijkt een dergelijke regeling voor te staan.
- 26 De Mol van Otterloo (1999), p. 477-478; Marchetti (1996), p. 304. Vgl. ook De Kluiver (2000), p. 112; Bartman (2004), p. 8.

de onderzochte landen de biedplicht aldus is vormgegeven en deze regeling evenmin op grote schaal in de literatuur wordt bepleit.

c. *Weerlegbaar vermoeden*

Er zou kunnen worden gekozen voor een systeem waarbij weerlegbaar wordt vermoed dat sprake is van controle indien een bepaald percentage van de stemrechten kan worden uitgeoefend of een bepaald percentage van het geplaatst kapitaal wordt verschaft. Er geldt dan een biedplicht, tenzij de effectenhouder aannemelijk maakt dat hij geen feitelijke controle heeft, bijvoorbeeld vanwege een beschermingsconstructie. De beoordeling daarvan kan worden overgelaten aan de toezichthouder of een rechter, bijvoorbeeld de OK.²⁷ In geen van de onderzochte landen wordt gebruik gemaakt van het weerlegbaar vermoeden. De Richtlijn laat een dergelijke correctie waarschijnlijk niet toe (§ 7.3.2). Deze regeling heeft niet mijn voorkeur, omdat dit leidt tot langdurige, kostbare procedures en rechtsonzekerheid en vanwege de andere in § 7.3.2 vermelde bezwaren van een feitelijk controlebegrip.

d. *Meerdere bieddrempels (staffelmethode)*

Het is mogelijk om een verplicht bod-regeling te creëren met verschillende bieddrempels, die elk betrekking hebben op een bepaalde situatie. Hierdoor kan rekening worden gehouden met de bijzondere omstandigheden van het geval. Een bieddrempel van 30% zou kunnen gelden voor beursvennootschappen, omdat hier door het verspreide effectenbezit doorgaans reeds de controle wordt verkregen bij verwerving van een minderheidsbelang. Omdat dit anders is voor niet-beursvennootschappen, zou voor deze categorie een 50%-drempel van toepassing moeten zijn.²⁸ Een 66⅔%-drempel is denkbaar voor vennootschappen waar de benoeming van bestuurders geschiedt op basis van een bindende voordracht die slechts kan worden doorbroken door ⅔ van de uitgebrachte stemmen (art. 2:133 BW).

Ik acht het gebruik van een dergelijke staffelmethode niet gewenst.²⁹ Allereerst leidt dit tot een complexe regeling, die niet bijdraagt aan de beoogde transparantie (§ 5.1). Voorts wordt hiermee afgeweken van de verplicht bod-regelingen van de onderzochte landen, hetgeen niet bevorderlijk is voor de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Bovendien lijkt art. 5 lid 1 Richtlijn te verplichten tot het vaststellen van één percentage.³⁰

27 Dit systeem wordt verdedigd door De Mol van Otterloo (1999), p. 476, Bartman/Dorresteyn (2000), p. 26, Honée (2000)

28 Vgl ook de Hongaarse verplicht bod-regeling, waarover Siegler/Szabó (2002), p. 164, volgens welke er een 33⅓%-drempel geldt indien een andere aandeelhouder meer dan 10% van de stemrechten kan uitoefenen en een 25%-drempel indien dit niet het geval is

29 Evenzo De Kluiver (2000), p. 112.

30 Anders De Kluiver (2000), p. 112, die van oordeel is dat de Richtlijn een regeling met verschillende bieddrempels toelaat, mist deze objectief bepaalbaar zijn.

7.4. De invulling van het formele controlebegrip

7.4.1. Aansluiten bij de stemrechten of het geplaatst kapitaal?

a. Stemrechten

Gelet op de strekking van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling (§ 2.5), dient bij het definiëren van het formele controlebegrip (§ 7.3.3) – in ieder geval – te worden aangesloten bij de stemrechten.³¹ Zie art. 1 sub q (proeve) Wte 1995. Voor het hebben van beslissende invloed in de vennootschap (§ 7.3.1) is het immers vereist dat een bepaald percentage (zie § 7.4.2) van de stemrechten kan worden uitgeoefend. Hiermee wordt aangesloten bij de belangrijkste onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk³² en Duitsland³³; evenzo Zwitserland³⁴)³⁵, hetgeen bijdraagt aan de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Aldus wordt ook voldaan aan de eisen van de Richtlijn. Ingevolge art. 5 lid 1 Richtlijn geldt er een biedplicht bij verwerving van een dusdanig percentage van de stemrechten dat daarmee de zeggenschap wordt verkregen.³⁶

Niet overtuigend acht ik het argument dat het vanwege oligarchische regelingen en dergelijke (certificering, prioriteitsaandelen, preferente aandelen, enz.) niet altijd eenvoudig zal zijn om vast te stellen over welk percentage van de stemrechten de desbetreffende effectenhouder beschikt. Bepaald kan immers worden op welke wijze bij de berekening van het stemrecht rekening moet worden gehouden met deze regelingen (§ 7.4.3). Overigens doen zich vergelijkbare problemen voor indien bij het geplaatst kapitaal wordt aangesloten (zie § 7.4.1 sub b).

b. Geplaatst kapitaal

Aansluiting bij het geplaatst kapitaal heeft niet mijn voorkeur.³⁷ Verwerving van een bepaald percentage van het aandelenkapitaal betekent niet per definitie dat beslis-

31 In gelijke zin Raaijmakers (1999), p. 295, De Serière (2002), p. 506-507 Anders Honée (2000)

32 Rule 9.1 City Code. Zie ook de Definitions of the City Code. Anders dan de tekst van Rule 9.1(a) City Code doet vermoeden ('acquires (...) shares which (...) carry 30% or more of the voting rights'), ontstaat er ook een biedplicht indien stemrechten maar geen aandelen zijn verworven. Zie Note 13 on Rule 9.1 City Code 'If voting rights, or general control of them, as distinct from the shares themselves are acquired, the Panel will deem this to be the acquisition of the relevant shares for the purpose of this Rule'.

33 § 29 Abs. 2 WpÜG, zie Riehmer (2002), § 29 WpÜG, Rn. 22 e.v.

34 Art. 32 Abs. 1 BEHG, waarover Köpflü (2000), p. 156 e.v., Daeniker (1998), p. 208, Gruber (1996), p. 45 e.v.; Bernet (1998), p. 215

35 Zie voor andere landen: De Kluiver (2003/1), p. 110.

36 Zie Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 51-52; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 484; Timmerman (2000), p. 124; Van Gerven (2000), p. 145; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 173.

37 Anders Timmerman (2000), p. 124; AFM (2002); Rebers (2001), p. 33.

sende invloed in de vennootschap kan worden uitgeoefend (§ 7.3.1). De Richtlijn staat een koppeling aan slechts het aandelenkapitaal dan ook niet toe (§ 7.4.1 sub a). In het Nederlandse vennootschapsrecht kan op verschillende manieren worden bewerkstelligd dat een kapitaalverschaffer meer of minder zeggenschap kan uitoefenen dan de met zijn belang onder normale omstandigheden corresponderende zeggenschap.³⁸ Men denke aan de zgn. holding- of piramidestructuur³⁹, preferente aandelen⁴⁰, waaronder preferente financieringsaandelen (financieringsprefs)⁴¹ en aan de statutaire beperking van het aantal uit te brengen stemmen (art. 2:118 lid 4 en 5 BW). Aansluiting bij het geplaatst kapitaal kan ertoe leiden dat zonder goede grond een biedplicht ontstaat of dat ten onrechte geen verplicht bod behoeft te worden uitgebracht. Bij een koppeling aan het geplaatst kapitaal zal er bijvoorbeeld geen biedplicht ontstaan voor de persoon die slechts 20% van het economisch belang verschaft, maar 60% van de stemrechten kan uitoefenen.

Niet overtuigend is het argument dat een koppeling aan het aandelenkapitaal tot eenvoudiger wetgeving leidt, omdat een kapitaalbelang – anders dan de mogelijkheid om stemrechten uit te oefenen – gemakkelijk zou zijn vast te stellen. Aansluiting bij het aandelenkapitaal gaat wel degelijk gepaard met problemen, zoals hoe om te gaan met aandelen die gedeeltelijk zijn volgestort, agioreserve, disagio, vermogen dat aan bepaalde soorten aandelen is verbonden (denk aan tracking stock) en potentieel aandelenkapitaal (opties, converteerbare obligaties, e.d.).⁴²

Voorts heeft aansluiting bij het aandelenkapitaal als bezwaar dat daarmee wordt afgeweken van de belangrijkste onderzochte landen, hetgeen om concurrentieredenen onwenselijk is (§ 2.2.3). Slechts in Italië⁴³ en Spanje (§ 7.3.2) is de biedplicht gekoppeld aan verwerving van aandelenkapitaal.

c. Combinatie: stemrechten of geplaatst kapitaal

Denkbaar is ook om een controlebegrip te hanteren dat aansluit bij zowel de stemrechten als het geplaatst kapitaal.⁴⁴ In dat geval ontstaat een biedplicht indien aan één van de twee, of beide, vereisten is voldaan. Een dergelijk uitgebreid controlebegrip is

38 Vgl. Timmerman (2000), p. 123, Doorman (2001).

39 Een voorbeeld hiervan is Heineken. De Carvalho-Heineken houdt, indirect, 50,005% van de stemrechten in Heineken Holding NV, dat 50,005% van de stemrechten houdt in Heineken NV. De Carvalho-Heineken kan dus door middel van een relatief gering belang in het kapitaal (25%) toch de zeggenschap in Heineken NV uitoefenen. Volgens Renneboog (2000) kan in België door piramideconstructies bij beursvennootschappen gemiddeld drie maal zoveel zeggenschap worden uitgeoefend ('control leverage'-factor) als op basis van direct aandelenbezit mogelijk zou zijn.

40 Vereniging Aegon verschaft 12% van het aandelenkapitaal van Aegon, maar kan – door preferente aandelen – 33% van de stemrechten uitoefenen.

41 Zie Honée (1998); Rietkerk (1996).

42 In gelijke zin De Serière (2002), p. 507.

43 Art 45.1 Consob Regolamento 11971/1999.

44 Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 62; SCGOP (2002), p. 2.

volgens de Richtlijn geoorloofd, omdat de Richtlijn minimumvoorschriften geeft (§ 3.6.1). Van de onderzochte landen hanteert slechts Frankrijk⁴⁵ zulk een dubbel of gecombineerd criterium. Ik acht dit criterium niet wenselijk. De bezwaren tegen aansluiting bij het aandelenkapitaal (§ 7.4.1 sub b) doen zich ook hier voor, terwijl daar- tegenover geen voordelen staan.

7.4.2. *Het percentage van de stemrechten*

Controle wordt in de door mij voorgestane verplicht bod-regeling gedefinieerd als het kunnen uitoefenen van een bepaald percentage van de stemrechten (zie § 7.4.1 sub a). Bij welk percentage van de stemrechten is sprake van de controle?

De Richtlijn vermeldt geen percentage. Art. 5 lid 3 Richtlijn laat de vaststelling daarvan over aan de lidstaten.^{46,47} Het staat de lidstaten echter niet vrij om een willekeurige percentage vast te stellen. Volgens art. 5 lid 1 Richtlijn dient er een biedplicht te ontstaan bij verwerving van een dusdanig percentage van de stemrechten dat daarmee de controle wordt verkregen. Gelet hierop en de strekking van de biedplicht (§ 3.4) zal moeten worden aangesloten bij het percentage waarboven in de desbetreffende lidstaat sprake is van de controle.⁴⁸ Indien in een lidstaat sprake is van controle bij 50% van de stemrechten, mag er dus niet worden gekozen voor een bieddrempel van 70%. In dat geval zou het immers nog steeds mogelijk zijn om de controle te verkrijgen zonder dat een bod moet worden uitgebracht. Betoogd wordt dat Nederland daarom de biedgrens niet hoger mag leggen dan op 50% van de stemrechten.⁴⁹ Omdat de Richtlijn minimumvoorschriften geeft (§ 3.6.1), is een lager percentage wel geoorloofd.

Een grens van 70% zou volgens sommigen goed aansluiten bij wetsvoorstel 25 732 inzake het doorbreken van beschermingsconstructies. Voorts geldt dat vaak eerst bij 70% sprake is van beslissende zeggenschap, omdat dan ook kan worden beslist

45 Art. 5-5-2 Règlement Général du CMF, zie Viandier (2003), nr. 1571 e v.; Van der Elst (2001), p. 81-82.

46 Het percentage wordt ingevolge art. 5 lid 3 Richtlijn vastgesteld door de lidstaat waar de doelvennootschap haar zetel heeft, wat in Nederland wordt begrepen als de statutaire zetel (§ 6 3.2). Onjuist is derhalve nr. 9 Questions and Answers van de Europese Commissie (1999), volgens welk LVMH onder de Richtlijn een verplicht bod had moeten uitbrengen op de aandelen in Gucci. Gegeven het feit dat LVMH door onderhandse aankopen een 34%-belang had opgebouwd in Gucci, gaat de toelichting er kennelijk en ten onrechte vanuit dat volgens de Richtlijn een biedplicht geldt bij verwerving van een 34%-belang. Gucci Group NV is een vennootschap naar Nederlands recht, haar zetel is in Nederland gelegen. Ten tijde van de overnamestrijd om Gucci was de Nederlandse biedgrens nog niet bekend. Het is niet uitgesloten dat de grens op 50% komt te liggen, in welk geval LVMH geen verplicht bod had behoeven uit te brengen. Zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 489, Buys (1999/1), p. 3; De Vries (1999).

47 Anders art. 7 Pennington-voorstel 1974; art. 4 Richtlijnvoorstellen 1989 en 1990, waarover COM (88) 823 def., p. 11-12; Bouwes (1991), p. 28; Skog (1997), p. 19.

48 Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 485; Clausen/Sørensen (1999), p. 189; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 60-61. Zie ook De Serièrè (2002), p. 506; De Jong (2001/2), p. 81.

49 De Kluiver (2000), p. 112.

over kwesties waarvoor een $\frac{2}{3}$ -meerderheid is vereist en bindende voordrachten bij de benoeming van bestuurders en commissarissen kunnen worden doorbroken (art. 2:133 lid 2 en art. 142 lid 1 BW).⁵⁰ Geen van de onderzochte landen hanteert een percentage van 70.⁵¹

Gelet op het vennootschapsrecht, waaronder het groepsrecht, van Boek 2 BW ligt een biedplicht bij overschrijding van de 50%-grens voor de hand.⁵² In het algemeen wordt immers de controle verkregen door verwerving van de meerderheid van de aandelen, omdat daardoor een beslissende invloed wordt verkregen inzake de meeste kernbesluiten van de vennootschap. Vgl. de definitie van 'dochtermaatschappij' in art. 2:24a lid 1 BW. Verdedigd kan worden dat wanneer 'stemmen op afstand' meer ingevoerd raakt⁵³, een belang groter dan 50% – anders dan thans het geval is – ook daadwerkelijk benodigd is om beslissende invloed te kunnen uitoefenen in de AvA. Ook de minister van Financiën (Zalm) denkt aan deze grens.⁵⁴ Spanje is het enige onderzochte land met een biedgrens van 50%, bij overschrijding waarvan een bod moet worden uitgebracht op alle aandelen. Daarnaast ontstaat in Spanje een biedplicht bij overschrijding van de 25%-grens, in welk geval het bod op slechts 10% van de aandelen behoeft te zijn gericht.⁵⁵

Mijn voorkeur gaat uit naar een bieddrempel van 30%⁵⁶, zie art. 1 sub q (proeve) Wte 1995. De AvA van de gemiddelde Nederlandse beursvennootschap wordt nog

50 Om deze reden is in Finland gekozen voor een bieddrempel van $66\frac{2}{3}\%$ van de stemrechten, Skog (1997), p. 33. Art. 18 Richtlijnvoorstel 1987 schreef een bieddrempel voor van $66\frac{2}{3}\%$ of 50% van de stemrechten. De voorkeur van Ruding (1997), p. 299, gaat uit naar een biedgrens van 90% van de aandelen, maar 75% is volgens hem ook goed te verdedigen.

51 Finland kent, voor zover mij bekend, de hoogste biedgrens, die echter bij statuten kan worden verlaagd; zie § 5.5.3 sub a; Wist/Rosenlew (2001), p. 142. De Thaise verplicht bod-regeling heeft drie drempels, waarvan de hoogste bij 75% ligt en de overige twee bij 50% en 25%; zie Clifford Chance (2003), p. 13.

52 Voorstanders van een biedgrens van 50% van de stemrechten en/of het geplaatst kapitaal zijn: Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 4-5; Raaijmakers (1999), p. 295; Commissie Peters (1997), p. 26-27 en 39 (aanbeveling 33); Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), § 5.3.8; Van Olffen (2000), p. 35; De Serièrè (2000), p. 107; Storm (2001), p. 102; Bartman (2004), p. 8; Slagter (2000), p. 164, na eerder – zie Slagter (1999/2), p. 883 – te hebben gepleit voor 60%.

53 Zie hierover Consultatiedocument moderne communicatiemiddelen en de AVA (2003), Code Tabaksblad, nr. IV.1 en p. 64 (aanbevelingen); Winter (1998).

54 Handelings II, 2000-2001, p. 3636; NRC (1999).

55 Art. 1 Real Decreto 1197/1991, zie De Cárdenas Smith (2001), p. 459 e.v.

56 Voorstanders van een biedgrens bij 30% of $33\frac{1}{3}\%$ van de stemrechten en/of het geplaatst kapitaal zijn: Euronext (2002), p. 2; AFM (2002), p. 2 (zie ook STE (1989), p. 3-4); VEB (2002), p. 3; SCGOP (2002), p. 2; Practitioners Working Group on Takeovers (2002), p. 3; Honée (2000), p. 164; Timmerman (2000), p. 124; Buys (1999/2), p. 228; Van Spengler (1992), p. 22; Rietkerk (1992); De Mol van Otterloo (1999), p. 477; De Kluiver (1998/1), p. 257. In een latere publicatie bepleit De Kluiver (2000), p. 113, evenwel twee drempels: een drempel van 30% van het geplaatst kapitaal en een drempel van 50% van de stemrechten. Art. 7 Pennington-voorstel 1974 en art. 4 Richtlijnvoorstel 1989 en 1990 schreven een bieddrempel voor van resp. 40% en $33\frac{1}{3}\%$, waarover COM (88) 823 def., p. 11-12; Bouwes (1991), p. 28; Skog (1997), p. 19. Economisch en Sociaal Comité (2003), nr. 2.2, adviseert een bieddrempel van minimaal 30% en maximaal 40% van de stemrechten.

steeds gekenmerkt door absenteïsme, waardoor er in de praktijk reeds sprake is van controle bij het kunnen uitoefenen van een aanzienlijke minderheid van de stemrechten.⁵⁷ Recente overnamepogingen (o.m. Gucci en RNA)⁵⁸ en de keuze van enkele beursfondsen voor een statutaire verplicht bod-regeling met een drempel van 30% en 33⅓% (Numico en EADS, zie § 2.3.1 sub d) hebben dit nog eens bevestigd. De wetgevende en andere activiteiten om stemmen op afstand te stimuleren, hebben dit – vooralsnog – niet veranderd. Gelet hierop moet worden gekozen voor een percentage uit de bandbreedte 25%-40%. Een hoger percentage zou mijns inziens volgens de Richtlijn ook niet zijn geoorloofd, omdat de Richtlijn een biedplicht voorschrijft bij verwerving van zulk een percentage dat daarmee de controle wordt verkregen. Ik kies voor 30% omdat daarmee wordt aangesloten bij de meerderheid van de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk⁵⁹, Duitsland⁶⁰ en Italië⁶¹: 30%; Frankrijk⁶² en Zwitserland⁶³: 33⅓%), wat bijdraagt aan de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Een bijkomend argument voor een drempel van 30% is dat met een dergelijk belang bepaalde besluiten in de AvA kunnen worden geblokkeerd, welke macht kan worden misbruikt.⁶⁴ Voorts kan met zulk een belang worden voorkomen dat een verzoek wordt gedaan tot ontmanteling van beschermingsconstructies in de zin van art. 2:359b BW-wetsvoorstel 25 732. De minister van Economische Zaken (Brinkhorst) verwacht dat Nederland kiest voor een percentage tussen de 30% en 40%.⁶⁵

Een bieddrempel van 30% is gewenst indien de verplicht bod-regeling, zoals door mij bepleit, van toepassing is op beursvennootschappen (§ 6.4.1 sub a), omdat in de AvA van deze vennootschappen sprake is van absenteïsme. Indien de biedplicht echter mede van toepassing zou worden verklaard op niet-beursvennootschappen, ligt voor deze vennootschappen een percentage van 50 voor de hand.

57 In de periode 1997-2001 was in de AvA's van de Nederlandse beursvennootschappen uit de AEX- en AMX-index, met uitzondering van vennootschappen met gecertificeerde aandelen, gemiddeld 33% van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigd, zie De Jong/Mertens/Roosenboom (2003), p. 46-47. In Duitsland kon in de jaren 1995-1997 gemiddeld met een 32%-belang de controle worden uitgeoefend in de DAX-vennootschappen, zie Börsensachverständigenkommission (1999), p. 15.

58 Zie over deze zaken OK 27 mei 1999, JOR 1999/121 nt. Prinsen (Gucci) en OK 16 oktober 2001, JOR 2001/251 nt. Blanco Fernández (RNA).

59 Rule 9.1 City Code. In de eerste versies van de City Code lag de biedgrens op 40%. Dit percentage is in 1974 verlaagd naar 30%, waarover Gower/Davies (2003), p. 731, Johnston (1980), p. 92; Skog (1997), p. 9; De Senère (2000), p. 106. Door sommigen wordt bepleit om de biedgrens verder te verlagen tot 20%, zie Pearson/Adams (2003), p. 137; Wymeersch (1996/1), p. 303; Wymeersch (1994), p. 24.

60 § 29 Abs. 2 jo. § 35 Abs. 1 WpÜG, waarover Riehermer (2002), § 29 WpÜG, Rn. 22 e.v.

61 Art. 106.1 Decreto Legislativo 58/1998 jo. 45.1 Consob Regolamento 11971/1999, zie Juvara (2001), p. 338 e.v.

62 Art. 5-5-2 Règlement Général du CMF, waarover Viandier (2003), nr. 1570 e.v.

63 Art. 32 BEHG, zie Köpflü (2000), p. 158 e.v.; Gruber (1996), p. 45 e.v., Bernet (1998), p. 215.

64 Vgl. Van Olffen (2000), p. 35; Van Spengler (1992), p. 22.

65 HFD (2003/1).

Een percentage beneden de 30% wordt door weinigen verdedigd.⁶⁶ Spanje is het enige onderzochte land met een (tweede) bieddrempel lager dan 30%, namelijk voornoemde 25%-drempel.⁶⁷

Zo er al een absolute ondergrens voor de biedplicht gezocht zou moeten worden, dan ligt zij naar mijn mening bij 20%, bij welk percentage volgens het wettelijk vermoeden van art. 2:389 BW de deelnemende vennootschap invloed van betekenis uitoefent op het zakelijke en financiële beleid van de deelneming (de 'geassocieerde deelneming').⁶⁸

Overigens is de wetgever van oordeel dat degene die meer dan 5% van de stemrechten kan uitoefenen of meer dan 5% van het geplaatst kapitaal verschaft, reeds invloed van betekenis kan uitoefenen in een vennootschap. Voor het houden van een dergelijke 'gekwalficeerde deelneming' in een effecteninstelling dient immers een verklaring van geen bezwaar te worden verkregen van het ministerie van Financiën (art. 16 lid 1 jo. art. 1 sub f Wte 1995).

7.4.3. De stemrechten die in aanmerking moeten worden genomen

a. Certificaten van aandelen

Voor de toepassing van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling dient te worden aangenomen dat aan bewilligde certificaten⁶⁹ van aandelen stemrechten zijn verbonden.⁷⁰ Het verwerven van deze certificaten kan derhalve tot een biedplicht leiden.

Deze uitleg sluit aan bij de huidige praktijk waarin de houder van bewilligde certificaten in toenemende mate kan bepalen hoe het stemrecht op de onderliggende aandelen wordt uitgeoefend. Gewezen kan worden op de tendens om deze certificaathouders stemvolmachten te verlenen, tegenwoordig bij enkele vennootschappen zelfs indien een onvriendelijke overname dreigt ('oorlogstijd') en zonder dat het aan-

66 Euroshareholders, te kennen uit Van Ginneken (2001), p. 160, is voorstander van een biedgrens tussen 25% en 33½%.

67 Japan heeft, voor zover mij bekend, de laagste bieddrempel: 5% (zie § 4.1). India kent een biedgrens van 15%, waarover Freshfields Bruckhaus Deringer (2002/2); KPMG (1999), p. 132-133. Australië en Pennsylvania hebben een bieddrempel van 20%; zie Whalley (2000), p. 12; Parliament of Australia (2000), p. 24; KPMG (1999), p. 28; Forum Europaeum Konzernrecht (1998), p. 727, Hopt/Wymeersch (1992), p. xxxvi. In Slovenië, Turkije en Thailand ligt de grens bij 25%, zie Thorn & Lunder (2001); Schönherr (2004); Hergüner (2002), p. 438; Paksoy & Co (2001), p. 2-3; KPMG (1999), p. 254.

68 Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 485.

69 Er is sprake van bewilligde certificaten indien de vennootschap de certificering heeft bevorderd. Bij certificaten die op verzoek van de vennootschap ter beurse worden genoteerd, kan men erop rekenen dat zij met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven. Zie nader Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 409, Van den Ingh (2003); Portengen/Groenland (2003).

70 In gelijke zin Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2); Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 56-57; Zaman (2001); De Serière (2000), p. 108; De Kluiver (2000), p. 114. Zie ook Van den Ingh (2001), p. 103.

tal te verlenen volmachten is beperkt (dus zonder x-procentsregeling).⁷¹ Men denke ook aan art. 2:118a BW-wetsvoorstel 28 179, volgens welk door het AK desgevraagd een stemvolmacht wordt toegekend aan de houder van ter beurze genoteerde certificaten.⁷² Verder is van belang dat aan houders van bewilligde certificaten bij wet verschillende aandeelhoudersrechten zijn toegekend (zoals het recht om de AvA bij te wonen en daarin het woord te voeren, art. 2:117 lid 2 BW)⁷³, op grond waarvan invloed kan worden uitgeoefend op de besluitvorming.

Maar ook indien er geen, of niet altijd, stemrecht zou kunnen worden uitgeoefend door de certificaathouder, is een biedplicht wenselijk. De verwerver kan immers mogelijkheden zien om de certificeringsconstructie te ontmantelen, bijvoorbeeld door het verkrijgen van een voldoende meerderheid, door druk uit te oefenen op het bestuur van de doelvennootschap of het AK dan wel via de weg die mogelijk door wetsvoorstel 25 732 inzake doorbreking van beschermingsconstructies wordt geboden. Omdat de door mij voorgestane verplicht bod-regeling zich beperkt tot beursvennootschappen (§ 6.4), zijn niet-royeerbare certificaten niet aan de orde. Degene die kansen ziet om door ontmanteling stemrechten te verwerven, zal bereid zijn om voor de certificaten een controlepremie te betalen (§ 2.5).

Naar mijn oordeel moet ook ingevolge de Richtlijn een bod worden uitgebracht bij het verwerven van certificaten.⁷⁴ Dit volgt allereerst uit de strekking van de biedplicht (§ 3.4). Ook bij verwerving van certificaten kan immers een controlepremie zijn betaald en machtsmisbruik dreigen. Voorts is dit af te leiden uit de tekst van de Richtlijn. Volgens art. 5 lid 1 Richtlijn geldt er een biedplicht bij verwerving van effecten die een dusdanig percentage van de stemrechten vertegenwoordigen dat daarmee de controle wordt verkregen. Art. 2 lid 1 sub e Richtlijn definieert 'effecten' als 'overdraagbare effecten waaraan stemrechten in een vennootschap verbonden zijn'. Zoals gezegd zijn aan certificaten de facto stemrechten verbonden en kan daarmee de controle worden uitgeoefend.⁷⁵ Mocht, anders dan ik veronderstel, de Richt-

71 Bij ING Groep kunnen certificaathouders sinds 2003 onder alle omstandigheden stemmen op basis van een door het AK verleende volmacht, zie Nowak/Van den Ingh (2003), p. 510 e.v. Vgl. ook Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 56-57.

72 Zie hierover Van den Ingh (2002) Vgl. ook Code Tabaksblat, nr. IV.2.8, die nog verder gaat dan het wetsvoorstel door voor te schrijven dat de stemvolmacht zonder enige beperking en onder alle omstandigheden wordt verleend.

73 Zie voor een overzicht: Van den Ingh (1991), p. 245-246; Van den Ingh (2003), p. 181-182.

74 Anders De Mol van Otterloo (2001/1), p. 132; Oostwouder (1999), p. 82; Valk (2000), p. 82. Vgl. ook Hermans (2002), p. 499; Perrick (1990/2), p. 301-302; Van Spengler (1992), p. 24-25.

75 De Kluiver (2000), p. 114; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 56, baseren hun conclusie dat er ook een biedplicht geldt bij verwerving van certificaten mede op het woord 'middellijk' in art. 5 lid 1 Richtlijn. Ingevolge deze bepaling kan er een biedplicht ontstaan bij verwerving van effecten die 'rechtstreeks of middellijk' een bepaald percentage van de stemrechten vertegenwoordigen. Volgens deze schrijvers is het doel van dit voorschrift om een kapitaalverschaffer (zoals de certificaathouder) de mogelijkheid te ontnemen de biedplicht te ontlopen door een andere persoon (zoals een AK) er tussen te schuiven. Vandaar dat de biedplicht in dat geval zou rusten op de certi-

lijen geen biedplicht voorschrijven bij verwerving van certificaten, dan is dat geen bezwaar. De Richtlijn geeft immers minimumvoorschriften (§ 3.6.1), zodat uitbreiding van de verplicht bod-regeling geoorloofd is.

De Richtlijn staat mijns inziens niet toe om de biedplicht eerst op te leggen op het moment dat door ontmanteling van de certificeringsconstructie het volle stemrecht wordt verkregen. Daarbij heeft een dergelijke regeling als bezwaar dat het verdelen van de controlepremie zeer lastig of onmogelijk zal zijn. Veel van de resterende effecten zullen immers in de tussentijd van houder zijn gewisseld, waardoor de controlepremie niet meer aan de oorspronkelijke houder ten goede komt. Voorts kunnen er problemen zijn bij het vaststellen van de minimaal te bieden prijs. De biedprijs zal immers moeten aansluiten bij de prijs die destijds voor de effecten is betaald (§ 9.6). Inmiddels kunnen de effecten echter een andere waarde hebben.

Voor de berekening van het stemrecht dat toekomt aan de certificaathouders zullen de administratievoorwaarden een regeling geven, waarvan de inhoud zal afhangen van de verhouding tussen aandeel en certificaat.⁷⁶ Om dubbeltelling te voorkomen dienen bij de berekening van het percentage de aandelen waarvoor de certificaten zijn uitgegeven te worden uitgezonderd.⁷⁷ Voorts dient het AK te worden vrijgesteld van de biedplicht (§ 8.5.5).

b. Stemrechten waarmee geen beslissende of absolute invloed kan worden uitgeoefend

Bij het vaststellen van de biedplicht dient naar mijn oordeel geen rekening te worden gehouden met de omstandigheid dat door de wettelijke, statutaire of feitelijke inrichting van de vennootschap, of om andere redenen, de effectenhouder die 30% of meer van de stemrechten verwerft (§ 7.4.2) geen beslissende of absolute zeggenschap kan uitoefenen.^{78,79} Ook bij controleverwerving in dergelijke vennootschappen kan er een

ficaathouder en niet op het AK. Anders dan deze schrijvers ben ik van oordeel dat hierop niet de conclusie kan worden gebaseerd dat er een biedplicht geldt bij verkrijging van certificaten. Met deze bepaling wordt bedoeld op het geval dat door verkrijging van de controle in de moeder tevens de controle in de dochter wordt verkregen ('chain principle'), waarover § 7.6

76 Zie hierover Kamerstukken II, 2001-2002, 28 179, nr. 3, p. 24.

77 Zie Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 4; Van Olffen (2000), p. 39.

78 Evenzo, om uiteenlopende redenen, Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 58; Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 2, Van Solinge, in: Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 171. Anders De Kluiver (1998/1), p. 257. Mijn eerdere standpunt dat de biedplicht moet worden beperkt tot het geval dat de daadwerkelijke controle is verkregen, zie Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 171, heb ik verlaten vanwege de praktische bezwaren van een dergelijke regeling.

79 De afwezigheid van doorslaggevend invloed kan verschillende oorzaken hebben. Allereerst kunnen bevoegdheden die normaal aan de AvA toebehoren zijn overgedragen aan een ander orgaan. Men denke aan de structuurvennootschap met een volledig regime, waar de bevoegdheid tot benoeming en ontslag van de bestuurders en het vaststellen van de jaarrekening bij de RvC ligt (art. 2:162-163 BW) en aan de situatie waarin aan de vergadering van prioriteitsaandeelhouders (de prioriteit)

controlepremie zijn betaald en dreigt er machtsmisbruik (§ 2.5). Voorts wordt hiermee aangesloten bij de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk, Duitsland⁸⁰, Frankrijk, België⁸¹, Italië, Spanje en Zwitserland⁸²), hetgeen bijdraagt aan de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Deze benadering is mijns inziens ook in lijn met de Richtlijn.⁸³ Door een formeel controlebegrip voor te schrijven heeft de Richtlijn immers geaccepteerd dat zich gevallen kunnen voordoen waarin een biedplicht ontstaat, maar – als gevolg van oligarchische regelingen of andere redenen – geen doorslaggevende of absolute invloed kan worden uitgeoefend. Tot slot is een argument dat een regeling die rekening houdt met dergelijke structuren, zeer complex wordt en in de praktijk lastig is uit te voeren.

c. De invloed van een (beschermings)emissie

Een beschermingsemissie die plaatsvindt *voordat* de controle wordt verkregen, dient naar mijn oordeel voor de toepasselijkheid van de biedplicht in acht te worden genomen.⁸⁴ Bij het berekenen van het procentuele belang van de indringer moet dus worden uitgegaan van het totale aantal stemrechten na de emissie, hetgeen doorgaans zal betekenen dat er vanwege de verwatering geen biedplicht ontstaat. Deze regel vloeit voort uit de strekking van de door mij voorgestane en door de Richtlijn voorgeschre-

bevoegdheden zijn gegeven, bijvoorbeeld tot het doen van een bindende voordracht bij de benoeming van bestuurders (art. 2:133 BW) of commissarissen (art. 2:143 BW). Vgl. ook De Serië (2002), p. 506; De Kluiver (2000), p. 112. Een andere oorzaak kan zijn een statutaire of contractuele regeling inhoudende dat voor belangrijke besluiten van de AvA (bijvoorbeeld inzake statutenwijziging, aandelenemissie, benoeming van bestuurders en dividendbeleid) een versterkte meerderheid of unanimiteit is vereist. Bij een contractuele regeling kan worden gedacht aan de afspraken tussen het bestuur van Gucci en white knight PPR, waardoor aan deze grootaandeelhouder een vergaande mate van zeggenschap over het bestuur werd verschaft; zie De Mol van Otterloo (1999), p. 477. Voorts denke men aan de situatie waarin de controlerend effectenhouder, ongeacht de omvang van zijn bezit, slechts een klein deel van zijn stemrechten mag uitoefenen, bijvoorbeeld ingevolge een zgn. 1%-regeling (vgl. art. 2:118 lid 4 BW). Tot slot noem ik het geval dat het stemrecht niet kan worden uitgeoefend als gevolg van wettelijke of statutaire sancties, zoals opschorting van het stemrecht bij niet-naleving van de wet of de statuten (art. 2:118 lid 1 BW), ontzegging van het stemrecht bij tegenstrijdig belang (art. 2:12 BW), schorsing van het stemrecht als onmiddellijke voorziening in een enquêteprocedure (art. 2:349a BW) of als maatregel bij het niet-naleven van de meldingsplicht (art. 9 lid 4 sub b Wmz 1996).

80 Wel kan de toezichthouder (BaFin) ingevolge § 37 Abs. 1 WpÜG ontheffing verlenen van de biedplicht indien 'die tatsächliche Möglichkeit zur Ausübung der Kontrolle' ontbreekt, zie Hommelhoff/Witt (2002), § 37 WpÜG, Rn. 22; Meyer (2002), § 37 WpÜG, Rn. 33.

81 Zie Cornelis/Grenson (1997), p. 44.

82 Art. 28 Abs. 2 Börsenverordnung der EBK, zie Von der Crone (1997), p. 54; Hansen (1999) p. 39.

83 Enzo Lambrecht (2002), p. 462; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 58. Anders De Mol van Otterloo (1999), p. 476-477; De Mol van Otterloo (2001/2), die meent dat er ingevolge de Richtlijn eerst een biedplicht ontstaat indien daadwerkelijke of beslissende zeggenschap is verworven.

84 Zie ook Honée (2000), p. 163.

ven verplicht bod-regeling (§ 2.5 en § 3.4). Door de uitgifte is immers het dreigende gevaar van machtsmisbruik weggenomen. Voorts heeft er geen onevenredige verdeling van de controlepremie plaatsgevonden. De vennootschap beschikt nog steeds over de controlepremie, omdat de indringer geen controle heeft verkregen. Met deze regel wordt aangesloten bij de biedplicht uit de onderzochte landen, hetgeen bijdraagt aan de internationale herkenbaarheid van de regeling (§ 2.2.3).

Beschermingsaandelen die worden uitgegeven *nadat* een controlerend belang is verkregen, dienen mijns inziens geen rol te spelen bij het ontstaan van de biedplicht. De biedplicht is dus ontstaan ondanks de latere emissie.⁸⁵ De uitgifte kan er in de door mij voorgestane verplicht bod-regeling echter wel toe leiden dat de biedplicht, nadat zij is ontstaan, onmiddellijk vervalt. Ingevolge de gratieregeling (§ 8.3) wordt de controlerend effectenhouder namelijk van de biedplicht bevrijd indien zijn belang door eigen handelen of door handelen van de vennootschap weer onder de biedgrens zakt. Ontslag van de biedplicht is in lijn met de strekking van de verplicht bod-regeling (§ 2.5 en § 3.4), omdat door de uitgifte het gevaar van machtsmisbruik is verdwenen, terwijl de doelvennootschap nog over de controlepremie beschikt. Een bijkomend voordeel hiervan is dat vennootschappen terughoudend zullen zijn met het uitgeven van beschermingsaandelen, omdat dit de controlerend effectenhouder van zijn biedplicht bevrijdt.

Deze kwestie zal zich vooral voordoen bij onwelgevallige overnamepogingen. Het kan echter ook spelen bij gewone emissies, die niet de strekking hebben het belang van de indringer te verwateren. In dat geval is het hiervoor vermelde onverkort van toepassing.

d. Stemrechten waarvan de controlerend effectenhouder geen gebruik maakt

De biedplicht moet naar mijn oordeel ook ontstaan indien de controle niet wordt uitgeoefend. Vooral pensioenfondsen, banken en andere institutionele beleggers maken vaak geen gebruik van hun stemrecht. Relevant dient slechts te zijn of de controle *kan* worden uitgeoefend. De passieve controlerend effectenhouder kan immers wel degelijk een controlepremie hebben betaald, terwijl ook hier een gevaar van machtsmisbruik bestaat, namelijk indien de controlerend effectenhouder zijn passieve rol opgeeft (§ 2.5). Verder zal het bijzonder lastig zijn om een regeling te ontwerpen die rekening houdt met deze omstandigheden. Het zal bijvoorbeeld op het moment van controleverwerving niet duidelijk zijn of de controlerend effectenhouder zijn stemrecht gaat uitoefenen. Tot slot is een argument dat deze omstandigheid evenmin relevant is voor de toepasselijkheid van de biedplicht uit de onderzochte landen (§ 2.2.3). Ook de Richtlijn legt, gelet op de tekst en de strekking van de regeling (§ 3.4), een biedplicht op aan de passieve controlerend effectenhouder.⁸⁶

85 Vgl. Timmerman (2000), p. 124. Men denke aan de Gucci-zaak LVMH verwierf een 34%-belang in Gucci, dat vervolgens werd verwaterd door uitgiftes aan PPR en ESOP.

86 Enzo Bartman/Dorresteyn (2000), p. 26

e. Stemrechten die niet worden uitgeoefend door een derde

Voor het vaststellen van het percentage van de stemrechten dient naar mijn oordeel geen rekening te worden gehouden met het feit dat een derde – dat wil zeggen een andere effectenhouder dan de effectenhouder die mogelijk een verplicht bod moet uitbrengen – als gevolg van wettelijke of statutaire sancties zijn stemrechten niet kan uitoefenen (§ 7.4.3 sub b). Aldus leg ik ook art. 5 Richtlijn uit. Niet-uitoefening van het stemrecht door een derde kan tot gevolg hebben dat een andere effectenhouder, die bijvoorbeeld over slechts 20% van de stemrechten beschikt, feitelijk de zeggenschap heeft.⁸⁷ Een eerste argument voor het negeren van deze omstandigheid is dat voor een belang dat onder de biedgrens ligt maar waarmee om voornoemde reden wel de zeggenschap kan worden uitgeoefend in de regel geen controlepremie zal zijn betaald, omdat de situatie van tijdelijke aard is. Vanwege deze tijdelijkheid is ook het gevaar van machtsmisbruik beperkt. Voorts is een reden dat de onderzochte landen evenmin rekening houden met de situatie dat derden geen stemrecht kunnen uitoefenen. Tot slot zal een dergelijke genuanceerde regeling in de praktijk moeilijk uitvoerbaar zijn, omdat per geval moet worden bepaald welke effectenhouder zijn stemrecht kan uitoefenen en welke niet.

Bij het vaststellen van de biedplicht dient mijns inziens wel rekening te worden gehouden met het feit dat derden – vrijwillig – geen gebruik maken van hun stemrecht. In de praktijk blijkt slechts een klein gedeelte van de effectenhouders van een beursvennootschap de AvA bij te wonen. Dit absenteïsme is structureel van aard en houdt in dat met een minderheid van de stemrechten de AvA duurzaam kan worden gedomineerd. Met deze omstandigheid is in de door mij voorgestane verplicht bodregeling rekening gehouden door de biiddrempel te leggen bij 30% – en niet bij 50% – van de stemrechten, zie § 7.4.2.

f. Door de doelvennootschap gehouden (certificaten van) aandelen

Bij het berekenen van het percentage van de stemrechten dienen effecten die worden gehouden door de doelvennootschap of haar dochtermaatschappij(en) naar mijn oordeel niet in aanmerking te worden genomen. Evenzo art. 2:24a BW (dochtermaatschappij). Op deze effecten kan immers geen stem worden uitgebracht (art. 2:118 lid 7 BW). Indien de effecten wel worden meegeteld, zou de controle kunnen worden verworven zonder dat een biedplicht ontstaat.⁸⁸ Anders dan bij stemrechten die niet

87 Indien er 100 aandelen uitstaan, kan degene die 20 aandelen houdt 20% van de stemrechten uitoefenen. Indien echter een houder van 40 aandelen zijn stemrechten niet mag uitoefenen, houdt de 20%-aandeelhouder feitelijk $33\frac{1}{3}\%$ van de stemrechten ($20/60$).

88 Als de doelvennootschap bijvoorbeeld aandelen heeft ingekocht die 10% van de stemrechten vertegenwoordigen kan, uitgaande van een 30%-controledrempel (§ 7.4.2), degene die 27% van het geplaatst kapitaal verwerft reeds de controle uitoefenen ($27/90 \times 100\% = 30\%$)

kunnen worden uitgeoefend door een derde (§ 7.4.3 sub e), is hier een correctie wel wenselijk omdat het in de regel geen tijdelijke situatie zal zijn, aangezien inkoop veelal wordt gevolgd door intrekking. De door mij voorgestane regel is in lijn met de tekst en de strekking van de verplicht bod-regeling uit de Richtlijn (§ 3.4).

g. Vervreemding van stemrecht

Een aandeelhouder wiens stemrecht bij de vestiging van vruchtgebruik of pandrecht is toegekend aan de vruchtgebruiker of pandhouder (art. 2:88/89 lid 3 BW) heeft geen stemrecht in de zin van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling.⁸⁹ Op deze wijze lees ik ook art. 5 Richtlijn. Bij verwerving van dergelijke met een beperkt recht belaste aandelen zal er geen sprake zijn van een onevenredige verdeling van de controlepremie, omdat voor deze aandelen geen controlepremie wordt betaald, nu daarmee niet de zeggenschap kan worden uitgeoefend en de koper het evenmin in de hand heeft de toekenning van het stemrecht ongedaan te maken. Vanwege de afwezigheid van zeggenschap bestaat er ook geen gevaar van machtsmisbruik. Het stemrecht moet worden toegerekend aan de vruchtgebruiker of pandhouder (zie ook § 8.5.6 en § 8.6.8).

Minder duidelijk is het wanneer een aandeelhouder zijn stemrecht 'vervreemdt' door het verlenen van een volmacht of het aangaan van een stemovereenkomst, bijvoorbeeld de overeenkomst met een derde om te stemmen volgens diens instructies. Omdat de contractuele gebondenheid het stemrecht in vennootschapsrechtelijke zin in beginsel onaangetast laat, dient in de door mij voorgestane verplicht bod-regeling te worden aangenomen dat het stemrecht toekomt aan de aandeelhouder. Zo leg ik ook art. 5 Richtlijn uit. Een stemovereenkomst kan mijns inziens slechts vennootschapsrechtelijke werking hebben indien alle aandeelhouders partij zijn, hetgeen bij beursvennootschappen (§ 6.4.1) niet het geval zal zijn.⁹⁰ Daarnaast wordt het stemrecht ook toegerekend aan de gevolmachtigde of de wederpartij, omdat ingevolge de door mij voorgestane regeling bij een dergelijke stemovereenkomst onweerlegbaar wordt vermoed dat sprake is van handelen in onderlinge overeenstemming (§ 7.5).

h. Potentiële stemrechten

Contractuele rechten op verkrijging van effecten waaraan stemrechten zijn verbonden moeten naar mijn oordeel geen rol spelen bij het bepalen van de controle en het ont-

89 Anders De Kluiver (2000), p. 113. Vgl. ook art. 2:24a lid 4 BW.

90 Vgl. Van Schilfgaarde/Winter (2003), nr. 67; Blanco Fernández (1999).

staan van de biedplicht.⁹¹ Deze rechten moeten dus niet meetellen bij het berekenen van het percentage van de stemrechten waarover de effectenhouder beschikt. Dit geldt zowel voor door de vennootschap verleende rechten als voor rechten die door derden zijn verleend. De potentiële stemrechten kunnen zijn belichaamd in effecten zoals call-opties, warrants, claims en converteerbare obligaties, maar kunnen ook voortvloeien uit een koopovereenkomst van (certificaten van) aandelen^{92, 93} Zie § 7.4.3 sub a voor certificaten van aandelen.

Allereerst is er gelet op de strekking van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling (§ 2.5) geen reden om met potentiële stemrechten rekening te houden. Hoewel het denkbaar is dat een controlepremie wordt betaald voor een pakket potentiële stemrechten, is dit in de praktijk niet het geval. Een verklaring hiervoor kan zijn dat het totale aantal uitstaande rechten op (certificaten van) aandelen gemeten naar de waarde na uitoefening of conversie, doorgaans slechts een zeer klein deel van het geplaatst kapitaal beslaat, zodat daarmee niet de controle kan worden verkregen.⁹⁴ Voorts bestaat er geen gevaar van machtsmisbruik, omdat de houder van deze rechten geen zeggenschap heeft. Weliswaar kan hij invloed uitoefenen op het bestuur, maar in de regel niet in die mate dat daardoor de overige effectenhouders worden benadeeld.⁹⁵ Beide omstandigheden zijn waarschijnlijk ook de reden dat art. 5 lid 1 Richtlijn evenmin verplicht om een bod uit te brengen bij het verwerven van potentiële stemrechten.⁹⁶

91 Aldus ook De Kluiver (2000), p. 111, Van den Ingh (2001), p. 102, Euronext (2002), p. 2, Prinsen (2004), § 7.5.4; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 57-58. In een eerdere publicatie pleitte Van Solinge – anders dan zijn mede-auteur – wel voor een biedplicht bij verwerving van potentiële stemrechten, zie Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 171. Anders Van Olfen (2000), p. 37, Van Olfen (2001); Storm (2001), p. 101; Van Dyck (2000), p. 19, De Serië (2000), p. 107; VEB (2002), p. 8; Oppelaar/Banz (2002), p. 6; Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 3, na eerder – Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1998), p. 3-4 – het tegendeel te hebben bepleit.

92 Men denke aan de situatie bij Laurus, waarover OK 16 oktober 2003, JOR 2003/260 nt Brink Casino en een syndicaat van banken verwierven in 2002 door een uitgifte een belang van resp. 38,8% en 12,5% in het noodlijdende Laurus. Casino werd daarbij het recht toegekend om op een later moment dit 12,5%-belang van het syndicaat over te nemen.

93 Zie Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 157-158, Leyten (2002), art. 1 Wmz 1996, aant. 3-4; voor andere potentiële stemrechten.

94 Vgl. Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 58.

95 Anders VEB (2002), p. 8; Oppelaar/Banz (2002), p. 6.

96 Evenzo Raaijmakers (2001/1), p. 147. Anders de Richtlijnvoorstellen 1990 en 1996, waarin de definitie van 'effecten' de toevoeging kende van 'of waarmede waardepapieren kunnen worden verkregen waaraan deze stemrechten zijn verbonden'. In soortgelijke zin Richtlijnvoorstel 1989. In Richtlijnvoorstel 1997 is die toevoeging komen te vervallen. In de toelichting daarop, COM (97) 565 def., p. 3, wordt slechts opgemerkt dat deze beperking is aangebracht 'in overeenstemming met de suggestie van het ESC'. In 2000 heeft het Europees Parlement (2000/3), amendement 3, tevergeefs getracht om de oude situatie te herstellen.

Voorts is een argument dat, met uitzondering van Spanje⁹⁷, in geen van de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk⁹⁸, Duitsland⁹⁹, Frankrijk¹⁰⁰, België¹⁰¹, Italië¹⁰² en Zwitserland¹⁰³) rekening wordt gehouden met potentiële stemrechten. Aansluiting hierbij komt de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie ten goede (§ 2.2.3).

Daarbij zal het meerekenen van potentiële stemrechten een complexe regeling tot gevolg hebben¹⁰⁴ die voor betrokken partijen en de toezichthouder moeilijk uitvoerbaar is en aanleiding kan zijn tot langdurige rechterlijke procedures, hetgeen niet bijdraagt aan de gewenste rechtszekerheid (§ 5.1). Een probleem zal bijvoorbeeld zijn dat niet altijd duidelijk is of, en zo ja, door wie en aan wie, rechten zijn toegekend.¹⁰⁵ Het is immers mogelijk dat anderen dan de vennootschap rechten hebben toegekend tot het verkrijgen van effecten van de vennootschap, zonder dat de vennootschap hiermee bekend is. Men denke ook aan de bestaande problemen bij de toepassing van de Wmz 1996, waarin wel – gelet op de beoogde transparantie van de effectenmarkten – rekening wordt gehouden met potentiële aandelen en stemrechten.¹⁰⁶

Niet overtuigend acht ik het argument¹⁰⁷ dat rechten op aandelen moeten worden meegeteld omdat een aandeelhouder (met bijvoorbeeld een 25%-belang) door een optie op de aandelen van een ander (bijvoorbeeld op een 26%-belang) kan voorkomen dat een derde de controle verkrijgt. Ik zie niet in waarom er een biedplicht zou moeten ontstaan voor degene die kan beletten dat een derde de controle verwerft. Het lijkt erop dat volgens deze visie een bod moet worden uitgebracht, omdat er een – kennelijk ongeoorloofde – beschermingsconstructie is gecreëerd.¹⁰⁸

97 Art. 1.1 Real Decreto 1197/1991, zie De Cárdenas Smith (2001), p. 457-459; Uría & Menéndez (2001), p. 1

98 Note 11 on Rule 9.1 City Code. Opties worden echter gelijkgesteld met aandelen in het bijzondere geval dat 'the relationship and arrangements between the two parties concerned are such that effective control over those shares has passed to the taker of the option' Zie ook Weinberg/Blank, § 4-8011 (1999); De Serièrre (2000), p. 108.

99 § 29 Abs 2 jo § 30 Abs 1 bis 5 WpÜG, met dien verstande dat 'Stimmrechten des Bieters stehen Stimmrechte aus Aktien der Zielgesellschaft gleich (...) die der Bieter durch eine Willenserklärung erwerben kann'. Zie Süßmann (2002), § 30 WpÜG, Rn. 20-22, Steinmeyer/Häger (2002), § 30 WpÜG, Rn. 34-36

100 Art. 5-5-2 Règlement Général du CMF, zie Viandier (2003), nr. 1570 e.v., Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 165; Klein/Stucki (2001), p. 490.

101 Art. 41 jo. art. 2, § 1, 7° De Benedetti-KB, waarover Cornelis/Grenson (1997), p. 42 e.v.; Nelissen-Grade (1997), p. 120-121.

102 Art. 106.1 Decreto Legislativo 58/1998 jo art. 45.1 Consob Regolamento 11971/1999, zie Juvara (2001), p. 337 e.v.; Diemer/Hasselbach (2000), p. 829, Schmid (1999), p. 408

103 Art. 32 Abs. 1 BEHG, zie Köpfl (2000), p. 183; Gruber (1996), p. 45 e.v.

104 Aldus ook Prinsen (2004), § 7.5.4.

105 Evenzo Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 57.

106 Zie Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 156 e.v.; Perrick (2002), p. 212 e.v., Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 3-4.

107 Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 3; Van Olfen (2000), p. 37; Van Olfen (2001); Storm (2001), p. 101, De Serièrre (2000), p. 107

108 Vgl. ook Hijmans van den Bergh (2001), p. 107-108.

7.5. Personen die in onderlinge overeenstemming handelen (acting in concert)

Teneinde de daadwerkelijke invloed van een effectenhouder in de vennootschap te bepalen en om te voorkomen dat de biedplicht eenvoudig kan worden ontweken, moet voor het vaststellen van de controle rekening worden gehouden met derden die met de desbetreffende effectenhouder in overeenstemming handelen. Men denke aan de situatie waarin effectenhouders hun stemgedrag duurzaam op elkaar afstemmen, waardoor zij als groep de controle hebben. Voorts kan, uitgaande van een biedgrens bij 30% (§ 7.4.2), worden gedacht aan een moedervennootschap met een 25%-belang die, teneinde de biedplicht te ontwijken, haar dochter een 10%-belang laat verwerven. In deze situaties dienen de stemrechten van de personen die met elkaar in overeenstemming handelen aan de leden van de groep te worden toegerekend.¹⁰⁹ Een dergelijk voorschrift is ook te vinden in art. 5 lid 1 jo. art. 2 lid 1 sub d Richtlijn en in de verplicht bod-regeling van de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk¹¹⁰, Duitsland¹¹¹, Frankrijk¹¹², België¹¹³, Italië¹¹⁴, Spanje¹¹⁵ en Zwitserland¹¹⁶).¹¹⁷

Het heeft mijn voorkeur om in de verplicht bod-regeling een definitie op te nemen van het begrip 'personen met wie in overeenstemming wordt gehandeld' en daarnaast een opsomming te geven van gevallen waarvan onweerlegbaar wordt vermoed dat sprake is van handelen in onderlinge overeenstemming.¹¹⁸ Evenzo art. 2 lid 1 sub d Richtlijn, dat 'personen die in onderling overleg handelen' definieert als (voor zover relevant voor de biedplicht): natuurlijke personen of rechtspersonen die met de bie-

109 Indien derhalve drie 20%-effectenhouders in onderlinge overeenstemming handelen, worden zij geacht elk een 60%-belang te houden

110 Rule 9.1 jo. Definitions of the City Code ('persons acting in concert'), waarover Weinberg/Blank, § 4-8019 e.v (1999); Kenyon-Slade (2004), nr 9 210 e v.; Pearson/Adams (2003), p 140-142; De Serière (2000), p. 108-110.

111 § 30 Abs. 2 WpÜG ('einvernehmliches handeln'), zie Süßmann (2002), § 30 WpÜG, Rn 26-28, Steinmeyer/Häger (2002), § 30 WpÜG, Rn. 44-46; Riehmer (2002), § 30 WpÜG, Rn. 57 e.v.; Thaeter (2003), p. 123 e v.

112 Art. 5-1-1 Règlement Général du CMF jo. art. 356-1-3 Loi n° 66-537 du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales ('de concert'), waarover Viandier (2003), nr. 1410 e v

113 Art. 2, § 1, 8° De Benedetti-KB ('gezamenlijke controle'), zie Cornelis/Grenson (1997), p 43-44, Nelissen-Grade (1997), p 121-123.

114 Art. 109 Decreto Legislativo 58/1998 ('acquisto di concerto'), zie Juvara (2001), p. 340; Diemer/Hasselbach (2000), p. 829

115 Art. 2.1 Real Decreto 1197/1991, waarover De Cárdenas Smith (2001), p. 460; Uriá & Menéndez (2001), p. 2; Rojo (1994), p 17.

116 Art. 32 Abs. 1 BEGH jo. Art. 27 jo. Art 15 Börsenverordnung der EBK ('Handeln in gemeinsamer Absprache und organisierte Gruppen'), waarover Köpfl (2000), p. 164 e.v., Schärer/Aregger (2003), p. 151 e.v.; Von der Crone (1997), p 55-56; Bernet (1998), p. 219-220.

117 Enzo Oostenrijk, zie Pöch (1999), p. 94.

118 Vgl. ook Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 55; Euronext (2002), p 5, VEB (2002), p 14; SCGOP (2002), p. 5-6.

der samenwerken op grond van een uitdrukkelijke of stilzwijgende, mondelinge of schriftelijke overeenkomst, die ertoe strekt de zeggenschap over de doelvennootschap te verkrijgen.^{119,120} Voor de toepassing van deze definitie worden personen over wie een andere persoon de zeggenschap heeft in de zin van art. 87 Richtlijn 2001/34/EG inzake het emissieprospectus (de zgn. 'gecontroleerde onderneming') beschouwd als met die andere persoon en met elkaar in onderling overleg handelende personen, zie art. 2 lid 2 Richtlijn. Het definiëren van het begrip (zoals in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België en Zwitserland) draagt bij aan de gewenste rechtszekerheid (§ 5.1). Met het oog hierop kies ik ook voor een onweerlegbaar vermoeden (België en Zwitserland), en dus niet voor een weerlegbaar vermoeden (Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk). Een open criterium¹²¹ (Spanje), dat niet is uitgewerkt en waarvan de uitleg volledig aan de toezichthouder en de rechter wordt overgelaten, herbergt weliswaar de nodige flexibiliteit, maar gaat ten koste van de rechtszekerheid.¹²² Het geven van alleen een limitatieve opsomming van gevallen die kwalificeren als 'in onderlinge overeenstemming handelen' (Italië), is daarentegen weer te gevoelig voor ontwijkgedrag.

Ik stel voor om het begrip 'personen met wie in overeenstemming wordt gehandeld' te definiëren (zie art. 1 sub r-proeve Wte 1995) als personen met wie krachtens overeenkomst of door op elkaar afgestemde gedragingen wordt samengewerkt met als doel of gevolg het verwerven van effecten of stemrechten in een vennootschap respectievelijk haar AvA, dan wel het verwerven of behouden van de controle in een vennootschap. Daarnaast wordt een aantal categorieën van personen vermeld ten aanzien waarvan onweerlegbaar wordt vermoed dat de personen uit eenzelfde categorie in onderlinge overeenstemming handelen. Hiervan dient in ieder geval sprake te zijn bij (i) personen die deel uitmaken van een groep als bedoeld in art. 1 sub g Wte 1995, (ii) een moedermaatschappij en haar dochtermaatschappij als bedoeld in art. 1 sub h

119 Art. 2 lid 1 sub d Richtlijn is wat slordig geformuleerd. Als bijvoorbeeld twee personen in samenwerking een belang opbouwen in een vennootschap, worden zij volgens de definitie niet aangemerkt als 'in onderling overleg handelende personen'. Geen van hen is immers bieder in de zin van art. 2 lid 1 sub c Richtlijn. Uit art. 5 lid 1 Richtlijn valt echter op te maken dat de belangen van beide personen wel aan elkaar moeten worden toegerekend. In dit verband zou de oude formulering van art. 2 lid 5 Richtlijnvoorstel 1989 de voorkeur verdienen, waarin 'personen die in gemeen overleg handelen' worden omschreven als 'de personen die met het oog op de verwerving van effecten van een vennootschap, op grond van een overeenkomst samenwerken'.

120 De Richtlijnvoorstellen 1996 en 1997 bevatten geen definitie. De gedachte was dat de lidstaten dit zelf zouden uitwerken vanuit de in (destijds) art. 5 neergelegde algemene beginselen. Vgl. Toelichting op Richtlijnvoorstel 1997, COM (97) 565 def., p. 2. Zie ook Raaijmakers (1996), p. 66.

121 Bepleit door VNO-NCW (2002), p. 12, en Oppelaar/Banz (2002), p. 15-16, die daarbij verwijzen naar de omschrijving in art. 4 Wmz 1996 en art. 6 lid 1 Mededingingswet. Zie ook art. 2:118a lid 2 sub b BW-wetsvoorstel 28 179 ('een onderlinge regeling tot samenwerking').

122 Het belang van een concrete definitie blijkt ook uit het feit dat in het Verenigd Koninkrijk verreweg de meeste geschillen inzake de verplicht bod-regeling betrekking hebben op de uitleg van dit begrip; zie Introduction of the notes on Rule 9.1 City Code.

Wte 1995, (iii) een natuurlijk persoon en zijn dochtermaatschappij als bedoeld in art. 1 lid 1 sub d Wmz 1996; (iv) echtgenoten, en rechtspersonen waarin deze echtgenoten de zeggenschap hebben, (v) geregistreerde partners, en rechtspersonen waarin deze geregistreerde partners de zeggenschap hebben, (vi) bloed- of aanverwanten tot in de tweede graad als bedoeld in art. 1:3 BW, en rechtspersonen waarin deze bloed- of aanverwanten de zeggenschap hebben, (vii) deelgenoten in een gemeenschap waartoe een controlerend belang behoort, (viii) personen die partij zijn bij een stemovereenkomst inzake de doelvennootschap. Deze lijst kan naar aanleiding van praktijkervaringen verder worden uitgebreid. De AFM kan in haar beleidsregel inzake het verplicht bod (§ 5.8) de definitie nader uitwerken.

Het zal niet altijd direct duidelijk zijn of er bij handelen in onderlinge overeenstemming controle wordt verkregen, en zo ja, door wie. Talrijke complexe situaties zijn denkbaar.¹²³ Deze dienen niet uitputtend in de wet te worden geregeld, maar per geval door de toezichthouder, en bij verschil van mening door de rechter, te worden beoordeeld. Voor de invulling van de zinsnede 'het verwerven of behouden van de controle' moet vooral worden gekeken naar het stemgedrag in de AvA. Indien daarin samen wordt opgetrokken, kan er worden gesproken van handelen in onderlinge overeenstemming.¹²⁴ Samenwerken moet in het algemeen worden gelezen als 'duurzaam samenwerken'. Het standaard houden van een voorvergadering zal dus in de regel worden aangemerkt als handelen in onderlinge overeenstemming. Een incidentele afstemming ten aanzien van één vergaderpunt zal doorgaans niet aldus kwalificeren, tenzij dit betreft een besluit tot het verkrijgen van de meerderheid in het bestuur of de RvC.¹²⁵

7.6. Indirecte controle (chain principle)

De controle kan worden verkregen door het rechtstreeks verwerven van effecten in de doelvennootschap, in welk geval direct invloed kan worden uitgeoefend in de AvA van de doelvennootschap. Ik spreek hierna van 'directe controle'. Indien de doelvennootschap een controlerend belang heeft in een andere vennootschap (die ik hierna gemakshalve dochtervennootschap noem), verwerft de controlerend effectenhouder

123 Ik noem enkele gevallen, uitgaande van een biiddrempel bij 30% (§ 7.4.2). Stel dat 10%-aandeelhouder A twee stemovereenkomsten sluit: één met 10%-aandeelhouder B en één met 10%-aandeelhouder C. In dit geval verwerft slechts A de controle, omdat het belang van B en C aan hem wordt toegerekend. B en C verkrijgen geen controle, omdat aan hen slechts het belang van A wordt toegerekend. B en C handelen immers niet in overeenstemming met elkaar. Een ander voorbeeld. Een moeder- en een dochtervennootschap houden respectievelijk een 5%- en 10%-belang. De moeder sluit een stemovereenkomst met een derde met een 20%-belang. In dit geval verwerft slechts de moeder de controle (cumulatief: 35%).

124 Zie ook Cornelis/Grenson (1997), p. 43.

125 Evenzo de verplicht bod-regeling van het Verenigd Koninkrijk, zie note 2 ('board control-seeking proposal') on Rule 9.1 City Code. Zie voor andere gevallen de overige notes on Rule 9.1 City Code.

van de eerstgenoemde doelvennootschap (hierna: moedervenootschap) ook – maar indirect – de controle in de dochtervennootschap. Er is dan sprake van ‘indirecte controle’.

Naar mijn oordeel dient er niet slechts een biedplicht te ontstaan bij het verwerven van directe controle, maar ook bij het verwerven van indirecte controle¹²⁶; zie art. 1 sub q (proeve) Wte 1995. Evenzo art. 5 lid 1 Richtlijn.¹²⁷ Het belangrijkste argument voor toepassing van dit zgn. ‘chain principle’ of ‘Wasserfallprinzip’ is dat ook bij het verwerven van indirecte controle gevaar van machtsmisbruik bestaat (§ 2.5). Voorts is een argument dat bij afwezigheid van een dergelijke regeling de biedplicht die ontstaat bij het verwerven van directe controle, eenvoudig kan worden ontgaan door het opzetten van bijzondere structuren.¹²⁸ Daarnaast wordt hiermee aangesloten bij de verplicht bod-regeling van de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk¹²⁹, Duitsland¹³⁰, Frankrijk¹³¹, België¹³², Italië¹³³, Spanje¹³⁴ en Zwitserland¹³⁵), hetgeen

126 In gelijke zin Hirsch/Hertig (1992), p. 437; Forum Europaeum Konzernrecht (1998), p. 728, 730; Van Olffen (2000), p. 25-26, 42; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 58. Anders Economisch en Sociaal Comité (1996), nr. 3.3.5; Europees Parlement (2000/1), amendement 3; De Senère (2002), p. 507.

127 Aldus ook Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 58, en voorts, maar enigszins twijfelend, Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 2. Anders Olffen (2000), p. 25-26, 42, die meent dat ingevolge de tekst van de Richtlijn bij indirecte controle geen biedplicht ontstaat, maar dat volgens de ratio van de Richtlijn wel een biedplicht zou moeten gelden. In tegenstelling tot eerdere en latere Richtlijnvoorstellen, werd in Richtlijnvoorstel 1997, op advies van het Economisch en Sociaal Comité (1996), nr. 3.3.5, alleen gesproken van het ‘rechtstreeks’ verwerven van de controle, waarover Clausen/Sørensen (1999), p. 191-192. Dit was volgens de toelichting om aan te duiden ‘dat de richtlijn slechts betrekking heeft op de rechtstreekse verwerving van de zeggenschap via de verwerving van de effecten van de doelwitvennootschap en niet gericht is op de zijdelingsse verwerving via het verwerven van de zeggenschap over een holding van de doelwitvennootschap, welke niet ter beurse is genoteerd’ (COM (97) 565 def., p. 3). Vgl. ook de uiteindelijk niet door het Europees Parlement overgenomen ontwerpaanbeveling van de Commissie juridische zaken en interne markt om geen biedplicht op te leggen bij verwerving van indirecte controle, Europees Parlement (2000/1), amendement 3.

128 Evenzo Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1998), p. 4-5; Van Olffen (2000), p. 26. Vgl. ook Raaijmakers (1997), p. 118; Wymeersch (2002), p. 535.

129 Rule 9.1 City Code, zie Pearson/Adams (2003), p. 146-147.

130 § 35 Abs. 1 jo. § 30 Abs. 1 Nr. 1 WpÜG en § 9 WpÜG-Angebotsverordnung, waarover Brandt (2001), p. 14 e.v.; Steinmeyer/Häger (2002), § 37 WpÜG, Rn. 33-35. Vgl. ook Börsensachverständigenkommission (1999), p. 13-14.

131 Art. 5-5-3 Règlement Général du CMF, waarover Viandier (2003), nr. 1620-1628, Hurstel/Süß (1998), p. 204.

132 Deze regel is niet opgenomen in het De Benedetti-KB, maar volgt uit de Royale Vendôme-doctrine. Volgens deze leer geldt de verplicht bod-regeling ook indien de controle over een Belgische beursvennootschap wordt verkregen door controleverwerving in een buitenlandse holding. Ingevolge het Super Club-arrest moet deze leer restrictief worden uitgelegd, in die zin dat bewezen moet worden dat de holding is opgericht met de uitsluitende bedoeling de Belgische biedplicht te ontwijken. Zie De Bruycker/Geudens (2001), p. 146, en in kritische zin: Nelissen-Grade (1997), p. 120; Wymeersch (1991/2), p. 183; Cornelis/Grenson (1997), p. 37. →

bijdraagt aan de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3).

Uiteraard ontstaat de biedplicht slechts indien de dochtervennootschap onder het bereik van de verplicht bod-regeling valt (zie hoofdstuk 6). Verwerving van de controle in een beursvennootschap leidt dus niet tot een biedplicht inzake de dochtervennootschappen voor zover de dochtervennootschappen niet ter beurse zijn genoteerd of worden beheerst door buitenlands recht.¹³⁷ Of de moedervennootschap waarin de directe controle is verworven al dan niet onder het bereik van de verplicht bod-regeling valt, is niet relevant. Er ontstaat dus ook een biedplicht indien de controle wordt verkregen via een BV, een buitenlandse vennootschap, een stichting of een vereniging.

Indien bij het verwerven van de indirecte controle de moeder en de dochter onder het bereik van de verplicht bod-regeling vallen, moet er zowel een verplicht bod worden uitgebracht op de effecten van de moeder (waarin directe controle is verkregen) als op de effecten van de dochter (waarin indirecte controle is verkregen).¹³⁸

Als indirecte controle kwalificeert ook het geval waarin een persoon een controlerend belang verwerft in verschillende vennootschappen die ieder afzonderlijk een niet-controlerend belang hebben in een vennootschap waarop de verplicht bod-regeling van toepassing is en die samengevoegd de biedgrens overschrijden.^{139,140}

133 Art. 106.3 Decreto Legislativo 58/1998 jo. art. 45 Consob Regolamento 11971/1999 ('offerta a cascata'), waarover Juvara (2001), p. 338-339; Diemer/Hasselbach (2000), p. 829, Schmid (1999), p. 408.

134 Art. 3 Real Decreto 1197/1991, waarover De Cárdenas Smith (2001), p. 460-461, Uriá & Menéndez (2001), p. 2

135 Art. 32 Abs. 1 BEHG jo. Art. 25, 26 en Art. 9 Abs. 3 Börsenverordnung der EBK, waarover Köpfli (2000), p. 176 e.v., p. 196-197; Von der Crone (1997), p. 55-56; Bernet (1998), p. 219

136 Evenzo Oostenrijk en Denemarken, zie Zinser (2000), p. 576; Pösch (1999), p. 94; Clausen/Sørensen (1999), p. 192

137 Men denke aan Ahold, dat een 73%-belang houdt in het ter beurse genoteerde Schuitema en een 100%-belang in het niet ter beurse genoteerde Albert Heijn. Door het verwerven van directe controle in Ahold, wordt indirecte controle verkregen in Schuitema en Albert Heijn. Omdat Albert Heijn buiten het bereik van de verplicht bod-regeling valt, behoeft er geen verplicht bod te worden uitgebracht op haar aandelen.

138 Dus als de directe controle wordt verkregen in Ahold en daardoor de indirecte controle in Schuitema, dient zowel een verplicht bod te worden uitgebracht op de aandelen in Ahold als op de aandelen in Schuitema.

139 Men denke aan het volgende situatie, uitgaande van een biedgrens van 30% (§ 7.4.2). BV A verkrijgt 30% van de aandelen in BV X en BV Y, die ieder een 20%-belang hebben in een beursvennootschap. BV A verwerft hierdoor indirecte controle in de beursvennootschap, namelijk via BV X en BV Y. De belangen van beide vennootschappen moeten immers worden toegerekend aan BV A, waardoor deze een cumulatief belang verkrijgt van 40%.

140 Een ander voorbeeld. BV A verwerft 30% van de aandelen in BV X. Beide vennootschappen hebben afzonderlijk een 20%-belang in een beursvennootschap. BV A verkrijgt aldus indirecte controle in de beursvennootschap, omdat zij direct 20% houdt en indirect nog eens 20% verkrijgt.

Indien inzake de controleverwerving in de moeder vennootschap een vrijstelling geldt (zie hoofdstuk 8), heeft dat geen gevolgen voor de biedplicht aangaande de dochter vennootschap. Als dus bijvoorbeeld door een vrijwillig bod de controle wordt verkregen in de moeder, laat de vrijstelling van de biedplicht betreffende de moeder (§ 8.5.3) de biedplicht inzake de dochter onverlet.

Ingevolge de verplicht bod-regeling van de meeste onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk¹⁴¹, Duitsland¹⁴², Frankrijk¹⁴³, Italië¹⁴⁴ en Zwitserland¹⁴⁵)¹⁴⁶ ontstaat er slechts een biedplicht inzake de dochter indien de controleverwerving in de moeder erop is gericht de controle in de dochter te verkrijgen.¹⁴⁷ Dit wordt onder meer aangenomen indien de dochter een belangrijk onderdeel vormt (20%-50%) van de activa van de moeder of de vergoeding voor effecten van de moeder voor het grootste deel betrekking heeft op de dochter. De gedachte van deze aanvullende eis is dat een biedplicht onredelijk is indien de controleverwerving in de dochter slechts een niet te voorkomen gevolg is van de controleverwerving in de moeder.¹⁴⁸ Ik acht deze bijkomende voorwaarde ongewenst¹⁴⁹, omdat er ook in deze gevallen een gevaar van machtsmisbruik bestaat. Waarschijnlijk is dit ook de reden waarom art. 5 Richtlijn geen ruimte biedt voor deze extra eis. Overigens zal het moeilijk zijn om te bepalen of het verwerven van de controle in de moeder mede als doel had het verwerven van de controle in de dochter.

7.7. Bekendmaking van de controleverwerving

Het ontstaan van een biedplicht is een omstandigheid die een aanmerkelijke invloed kan hebben op de koers van de effecten van de doelvennootschap. Het is daarom noodzakelijk dat de persoon die de controle verwerft dit feit onverwijld openbaar maakt.¹⁵⁰ Ook in de onderzochte landen geldt een dergelijke openbaarmakingsplicht. In de meeste landen volgt dit uit de algemene verplichting om koersgevoelige informatie onverwijld bekend te maken, terwijl enkele landen (Duitsland¹⁵¹ en Frank-

141 Note 8 on Rule 9 City Code.

142 § 9 WpÜG-Angebotsverordnung

143 Art. 5-5-3 Règlement Général du CMF.

144 Art 45.3 Consob Regolamento 11971/1999

145 Art 34 Abs. 2 lit c Börsenverordnung der EBK.

146 Aldus ook Oostenrijk, waarover Zinser (2000), p. 576

147 In de Spaanse regeling is dit criterium niet relevant voor de toepasselijkheid van de biedplicht, maar wel voor de voorwaarden waaronder het verplicht bod moet worden uitgebracht, zie De Cárdenas Smith (2001), p. 461

148 Vgl Steinmeyer/Häger (2002), § 37 WpÜG, Rn. 33

149 Anders Forum Europaeum Konzernrecht (1998), p. 730.

150 Enzo Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 52-53

151 § 35 Abs. 1 WpÜG, zie Adolff/Meister/Randell/Stephan (2002), p. 243.

rijk¹⁵²) specifieke publicatievoorschriften kennen inzake controleverwerving en het ontstaan van de biedplicht. De Richtlijn bevat geen expliciete regeling ter zake. Wel geldt het algemene beginsel dat er geen oneigenlijke markten in de betrokken effecten mogen ontstaan (art. 3 lid 1 sub d Richtlijn) en de regel dat het besluit om een bod uit te brengen onverwijld openbaar wordt gemaakt (art. 6 lid 1 Richtlijn)¹⁵³.

De openbaarmakingsverplichting kan als volgt worden vormgegeven. Zie art. 9w (proeve) Bte 1995.¹⁵⁴ Degene die de controle verwerft doet daarvan onverwijld een openbare mededeling door middel van een persbericht. Hij zendt tegelijk een afschrift daarvan aan de doelvennootschap. Ingevolge het bestaande art. 9v Bte 1995 stuurt hij het persbericht tijdig voor de openbaarmaking aan de AFM. De openbare mededeling vermeldt in ieder geval (a) de naam van de controlerend effectenhouder, (b) de naam van de doelvennootschap, (c) het belang dat is verworven, (d) of ingevolge de controleverwerving een verplicht bod moet worden uitgebracht dan wel dat er een vrijstelling geldt (zie hoofdstuk 8), (e) of ontheffing zal worden gevraagd van de biedplicht (§ 10.5.1 sub d), (f) of het controlerend belang gedurende de gratieperiode (§ 8.3) zal worden afgebouwd tot onder de biedgrens, (g) of de AvA van de doelvennootschap zal worden verzocht dispensatie te verlenen van de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod (§ 8.4). Vanaf het moment dat het verplicht bod wordt voorbereid, zijn de informatieverplichtingen uit de biedingsregeling (met name art. 9b Bte 1995) van toepassing, zie § 5.6.

7.8. Conclusie

De verplichting om een bod uit te brengen dient te ontstaan indien de controle wordt verworven. Dit wordt in mijn voorstel als volgt uitgewerkt. Controle wordt gedefinieerd als het kunnen uitoefenen van 30% of meer van de stemrechten in de AvA.

152 Art 5-5-2 Règlement Général du CMF.

153 Zie Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 232.

154 Deze plicht laat onverlet de overige openbaarmakings- en meldingsverplichtingen. Zie met name art 28 sub h Fondsenreglement en art. 47 Wte 1995-concept wetsvoorstel betreffende de implementatie van Richtlijn 2003/6/EG inzake marktmisbruik, waarover Grundmann-van de Krol (2004/2); Italianer/Tillema (2003), p. 436. Voorts noem ik art. 7 wetsvoorstel melding zeggenschap en kapitaalbelang in ter beurze genoteerde vennootschappen (kamerstuk 28 985), volgens welk eenieder die beschikt over meer dan 25% van de aandelen of de stemmen alle transacties – en dus ook het verwerven van de controle (§ 7.4 2) – dient te melden. Een soortgelijke verplichting bestaat overigens al op grond van art. 46b lid 3 sub c Wte 1995 jo. art. 3 sub b Regeling melding en reglementering transacties in effecten 1999 (meldingsplicht voor insiders), waarover Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 187. Zie ook de art. 2 en 3-wetsvoorstel 28 985, krachtens hetwelk de vennootschap wijzigingen meldt in haar geplaatste kapitaal en in het aantal en de aard van de stemmen die op haar aandelen kunnen worden uitgebracht ('noemerwijzigingen'). Dit is van belang voor controleverwerving door bijvoorbeeld de uitkering van stockdividend en de uitoefening van optie- of conversierechten.

Aangenomen wordt dat aan bewilligde certificaten van aandelen stemrechten zijn verbonden. Bij de vaststelling van de biedplicht wordt geen rekening gehouden met de omstandigheid dat door de wettelijke, statutaire of feitelijke inrichting van de vennootschap, of om andere redenen, de effectenhouder die 30% van de stemrechten verwerft geen beslissende of absolute zeggenschap kan uitoefenen. Rechten op aandelen en rechten op certificaten (converteerbare obligaties, opties, e.d.) spelen evenmin een rol bij het bepalen van de controle en het ontstaan van de biedplicht. Stemrechten van personen die in onderlinge overeenstemming handelen (acting in concert) worden toegerekend aan de leden van deze groep. Er ontstaat niet slechts een biedplicht bij het verwerven van directe controle, maar ook bij het verkrijgen van indirecte controle (chain principle). Degene die de controle verwerft doet hiervan onverwijld een openbare mededeling.

8. VRIJSTELLING VAN DE BIEDPLICHT

'We [argue] that the fiduciary principle should incorporate a wealth maximization standard, that an unequal division of gains from corporate control transactions facilitates wealth maximization, and that corporation law almost never requires gain sharing.'

F.H. Easterbrook en D.R. Fischel, *Corporate Control Transactions*, The Yale Law Journal 1982

8.1. Inleiding

Controleverwerving dient niet altijd tot een biedplicht te leiden. In bepaalde situaties is een verplicht bod onnodig of onredelijk. Voor die gevallen dient er een vrijstelling te gelden. Met het oog op de rechtszekerheid verdient het de voorkeur om deze gevallen, zoals in meerdere onderzochte landen (Duitsland¹, België², Italië³ en Spanje⁴), expliciet in de wet te vermelden.⁵ Zie § 8.5 en art. 6h (proeve) Wte 1995 jo. art. 11b (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995. Voor onvoorziene gevallen kan ontheffing worden gevraagd bij de AFM (§ 10.5.1 sub d). De AFM kan haar beleid aangaande de wettelijke vrijstellingen en de door haar te verlenen ontheffingen neerleggen in de beleidsregel inzake het verplicht bod (§ 5.8). Met deze systematiek wordt aangesloten bij de biedingsregeling (art. 6a lid 5 en art. 6c lid 1 Wte 1995). Ingevolge art. 4 lid 5 Richtlijn zijn vrijstellingen van de krachtens de Richtlijn ingevoerde verplicht bod-regeling geoorloofd, mits dit geen afbreuk doet aan de evenredige verdeling van de controlepremie en de bescherming tegen machtsmisbruik (§ 3.6.2).⁶

1 § 36 en 37 WpÜG jo. § 9 WpÜG-Angebotsverordnung.

2 Art. 41, § 1 De Benedetti-KB

3 Art. 106.3-5 Decreto Legislativo 58/1998 jo. art. 49 Consob Regolamento 11971/1999

4 Art. 4 en 6 Real Decreto 1197/1991.

5 In het Verenigd Koninkrijk (notes on dispensations from Rule 9 City Code), Frankrijk (art. 5.5.6 en 5.5.7 Règlement Général du CMF) en Zwitserland (Art. 32 Abs. 2 en Art. 33 BEHG jo. Art. 34 Börsenverordnung der EBK) bevat de regeling zelf geen vrijstellingen, maar bepaalt de toezichthouder desgevraagd per geval of een ontheffing moet worden verleend. Wel geven deze regelingen voorbeelden van situaties waarin de toezichthouder ontheffing kan verlenen, die dit doorgaans ook doet. Door dit laatste hebben deze voorbeelden feitelijk de werking van een vrijstellingsregeling. Ik spreek daarom hierna ook bij deze gevallen niet van ontheffing, maar van vrijstelling

6 Vgl. ook art. 4 lid 2 quater Richtlijnvoorstel 1990, dat een opsomming bevatte van gevallen waarin een vrijstelling was geoorloofd, namelijk indien (a) de verkrijging het gevolg is van een overdracht om niet, (b) de controlerend effectenhouder zich verbindt te fuseren met de doelvennootschap (als

→

8.2. De wijze waarop de controle wordt verkregen

Indien met de verplicht bod-regeling slechts zou worden gestreefd naar een evenredige verdeling van de controlepremie, kan, zoals in verschillende onderzochte landen (het Verenigd Koninkrijk⁷, België⁸ en Italië⁹), worden bepaald dat er alleen een biedplicht geldt indien de controle is verkregen door koop (of ruil) van effecten, omdat slechts dan aan verkopende effectenhouders een controlepremie kan zijn betaald.¹⁰ Controleverwerving op andere wijze, bijvoorbeeld door inkoop, uitgifte, fusie, splitsing, erfopvolging of schenking, kan niet gepaard gaan met een onevenredige verdeling van de controlepremie. Wel kan er in deze gevallen sprake zijn van verdamping van de controlepremie, waarvan echter alle effectenhouders nadeel ondervinden, zodat van een ongelijke behandeling geen sprake is.¹¹ Er zal geen verdamping zijn bij een uitgifte waarbij het voorkeursrecht niet in acht wordt genomen en die de nemer van de effecten de controle verschaft, omdat het bestuur in dat geval de taak heeft om de verkrijger een controlepremie voor het pakket te laten betalen.¹² Deze controlepremie vloeit in het vermogen van de vennootschap en komt alle effectenhouders ten goede, zodat ook in dat geval een biedplicht overbodig is. Zie ook § 2.2.1 sub b.

Omdat de door mij voorgestane verplicht bod-regeling mede de strekking heeft bescherming te bieden tegen machtsmisbruik (§ 2.5), is voor de toepasselijkheid van de biedplicht niet van belang de wijze waarop de controle is verworven, maar slechts het feit dat controle is verworven. Er geldt dus ook een biedplicht indien de controle

gevolg waarvan de aandeelhouders van de doelvennootschap aandeelhouder worden van de controlerend effectenhouder), (c) de verkrijging het gevolg is van een juridische splitsing, (d) de verkrijger de biedgrens overschrijdt met niet meer dan 3% en zich verplicht om zijn belang binnen één jaar tot onder de biedgrens af te bouwen, (e) de doelvennootschap reeds door de verkrijger wordt gecontroleerd, (f) de doelvennootschap reeds door een aandeelhouder wordt gecontroleerd die zich verplicht zijn effecten niet aan de verkrijger te zullen overdragen, (g) de verkrijging het gevolg is van een kapitaalverhoging, waarbij de verkrijger van zijn voorkeursrecht gebruik heeft gemaakt. Verdere afwijkingen waren krachtens lid 3 onder voorwaarden toegestaan. Zie Van Solinge (1990), p. 253; Raaijmakers (1999), p. 295.

7 Rule 9.1(a) City Code.

8 Art. 41, § 1 De Benedetti-KB, zie Cornelis/Grenson (1997), p. 46.

9 Art. 106.1 Decreto Legislativo 58/1998 jo. art. 45.1 Consob Regolamento 11971/1999.

10 Inconsequent is de Franse regeling (art. 5-5-2 Règlement Général du CMF; Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 166-167) die er slechts toe strekt de controlepremie evenredig te verdelen (§ 4.4), maar ook een biedplicht oplegt indien de controle wordt verkregen op andere wijze dan door het verwerven van effecten (bijvoorbeeld door verkrijging van meervoudig stemrecht als gevolg van langdurig aandeelhouderschap), welke inconsequentie overigens voor een deel wordt goedge maakt door de in art. 5-5-7 Règlement Général du CMF neergelegde vrijstellingen. Vgl. ook Byttebier (1993), p. 779, Wymeersch (1992/1), p. 91; Wymeersch (1991/1), p. 628, Hurstel/Süß (1998), p. 204

11 In soortgelijke zin CBF-jaarverslag (1991/1992), p. 85-89; Rombouts (2000), p. 408-409.

12 Enzo OK 8 maart 2001, JOR 2001/55 nt. Brink (Gucci), ro. 4.8

niet het gevolg is van aankopen door de controlerend effectenhouder. Zie nader § 8.6. In Duitsland¹³ en Zwitserland¹⁴, waar de verplicht bod-regeling eveneens de strekking heeft om bescherming te bieden tegen machtsmisbruik (zie hoofdstuk 4), is het in beginsel evenmin relevant op welke wijze de controle is verkregen.¹⁵

Een bijkomend argument om de wijze van verkrijging niet relevant te achten is dat daarmee wordt voorkomen dat de biedplicht eenvoudig kan worden ontgaan. Het is dan bijvoorbeeld, uitgaande van een biedgebied van 30% (§ 7.4.2), niet mogelijk om door beursaankopen 29% van de stemrechten te verwerven en vervolgens door een vrijgestelde handeling de bieddrempel te overschrijden.

Het betoog dat het onredelijk is om tot een bod te verplichten indien de controle wordt verkregen zonder dat daaraan een handelen van de controlerend effectenhouder ten grondslag ligt, overtuigt niet. In de door mij voorgestane regeling kan de controlerend effectenhouder zich namelijk bevrijden van de biedplicht door zijn belang in de gratieperiode af te bouwen tot onder de biedgebied (§ 8.3).

De Richtlijn is onduidelijk ten aanzien van de wijze van controleverwerving.¹⁶ Volgens de tekst van art. 5 lid 1 Richtlijn bestaat er een biedplicht indien de controle wordt verkregen door 'eigen verwerving' van effecten ('his own acquisition'), wat doet vermoeden dat er sprake moet zijn van eigen toedoen. Dit komt in de regel neer op het verkrijgen van effecten onder bijzondere titel, bijvoorbeeld door onderhandse aankopen, aankopen op de beurs, een emissie of het uitoefenen van een optierecht.¹⁷ Volgens deze tekstuele uitleg zou er dus geen biedplicht ontstaan bij controleverwerving door andere omstandigheden, die niet kwalificeren als 'eigen verwerving van effecten', zoals inkoop¹⁸ en toekenning van stemrecht op aandelen waarop vruchtgebruik of pandrecht is gevestigd¹⁹. Gelet op de strekking van de biedplicht (§ 3.4) lijkt mij deze lezing echter onjuist, omdat er ook bij deze vormen van controleverwerving

13 § 35 Abs. 1 WpÜG, waarover Lenz/Linke (2002), p. 367; Technau (2002), p. 261.

14 Art. 32 Abs. 1 BEHG jo. Art. 25 Börsenverordnung der EBK, zie Bernet (1998), p. 218-219; Von der Crone (1997), p. 56.

15 De Spaanse regeling (art. 1.1 Real Decreto 1197/1991) is op dit punt inconsequent, omdat zij ertoe strekt om bescherming te bieden tegen een onevenredige verdeling van de controlepremie en machtsmisbruik, maar slechts geldt bij controleverwerving door verkrijging van aandelen

16 Evenzo Gecombineerde Commissie Venootschapsrecht (1998), p. 4; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 171; De Kluiver (1998/1), p. 257-258. Zie ook De Kluiver (2000), p. 111.

17 Aldus ook Van Olfen (1999), p. 845; Van Olfen (2000), p. 25; Buys (1999/2), p. 227; Perrick (1990/1), p. 10. Anders Raaijmakers (1999), p. 295. Vgl. ook De Kluiver (1998/1), p. 257-258; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 172.

18 Tenzij moet worden aangenomen dat het nemen van het besluit tot inkoop of intrekking – waarvoor de instemming van de grootaandeelhouder veelal noodzakelijk is (vgl. art. 2:98 lid 4 BW) – geldt als een handelen leidend tot verkrijging van aandelen die hem de controle verschaffen. Zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 500-501; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 172-173. Vgl. ook De Kluiver (1998/1), p. 257-258.

19 Zie ook Gecombineerde Commissie Venootschapsrecht (1998), p. 3-4.

gevaar van machtsmisbruik ontstaat.²⁰ Waarschijnlijk is bij het opstellen van deze Richtlijnbeeping niet gedacht aan de mogelijkheid dat de controle kan worden verkregen, zonder dat effecten worden verworven. Ik ben dan ook van oordeel dat het voor de biedplicht uit de Richtlijn niet van belang is op welke wijze de controle wordt verkregen.²¹ Mocht dit anders zijn, dan is dit voor de door mij voorgestane verplicht bod-regeling geen bezwaar, omdat de lidstaten de werkingssfeer van de biedplicht mogen uitbreiden (§ 3.6.1).

8.3. Gratieperiode (grace period)

De controle kan worden verkregen zonder handelen van de desbetreffende effectenhouder (§ 8.2).²² Voorts is het mogelijk dat de controle abusievelijk wordt verworven, bijvoorbeeld door ondoordachte of geautomatiseerde aankopen. Voor deze en andere gevallen is het wenselijk dat de controlerend effectenhouder, zoals in de meeste onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk²³, Duitsland²⁴, Frankrijk²⁵, Italië²⁶ en Zwitserland²⁷)²⁸, de mogelijkheid krijgt om zijn belang af te bouwen tot onder de biiddrempel, zonder dat een verplicht bod behoeft te worden uitgebracht.²⁹ Het belang van zulk een gratieregeling komt ook naar voren in het geval dat de controlerend effectenhouder eenvoudigweg geen middelen blijkt te hebben om het bod te financieren. Art. 4 lid 5 Richtlijn biedt ruimte voor een gratieperiode,³⁰ omdat hier-

20 Evenzo De Serière (2000), p. 108; De Rooy (2000), p. 33. Vgl. ook Van Olffen (1999), p. 845; Van Olffen (2000), p. 25, 42; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 54, 70-72.

21 In gelijke zin Lambrecht (2002), p. 462.

22 Zie ook Steinmeyer/Häger (2002), § 37 WpÜG, Rn 25.

23 Note 4 on dispensations from Rule 9 City Code ('grace period'), waarover Weinberg/Blank, § 4-8060 (1999), Pearson/Adams (2003), p. 145.

24 § 9 WpÜG-Angebotsverordnung, in navolging van het oude art. 16 Übernahmekodex Zie Steinmeyer/Häger (2002), § 37 WpÜG, Rn 24-25; Meyer (2002), § 37 WpÜG, Rn. 31; Thaeter (2003), p. 132.

25 Art. 5-5-3-1 Règlement Général du CMF ('terme de grâce'), zie Norton Rose (2001/1), p. 91.

26 Art. 49.1(e) Consob Regolamento 11971/1999, zie Diemer/Hasselbach (2000), p. 829.

27 Art. 32 Abs. 2 lit. c BEHG, waarover Köpfl (2000), p. 191.

28 Evenzo de Oostenrijkse, Zweedse en Noorse verplicht bod-regeling, zie Zinser (2000), p. 577; Clausen/Sørensen (1999), p. 193.

29 Aldus ook Raaijmakers (1999), p. 295; Raaijmakers (2002/2), p. 157, Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 172; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), § 5.3.2; De Senère (2000), p. 108; De Rooy (2000), p. 33. Geen van de respondenten inzake het Consultatiedocument verplicht bod (2002) staat afwijzend tegenover een dergelijke regeling, zie Nieuwe Weme (2002/1), p. 211.

30 Evenzo Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 52; Raaijmakers (1999), p. 295 Anders Van Olffen (2000), p. 25 Art 4 lid 2 quater sub d Richtlijnvoorstel 1990 bood expliciet de mogelijkheid om een gratieregeling in te voeren, echter slechts in het geval dat de biiddrempel met maximaal 3% werd overschreden.

mee geen afbreuk wordt gedaan aan de strekking van de biedplicht (zie § 3.6.2). Voorts is van belang dat de Richtlijn niet verplicht om het bod onmiddellijk na controleverwerving uit te brengen (§ 9.2).

Ik bepleit de volgende regeling (art. 6e-proeve Wte 1995). De verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod vervalt, indien binnen 30 dagen na verwerving van de controle niet langer de controle wordt gehouden, mits de controlerend effectenhouder of personen met wie hij in overeenstemming handelt (§ 7.5) in deze periode hun stemrechten niet hebben uitgeoefend. Aangenomen wordt dat de controle is verkregen op het moment van de openbare mededeling ter zake (§ 7.7). Niet relevant is de oorzaak van de overschrijding van de biiddrempel. Beroep op de clause is dus te allen tijde mogelijk, en derhalve niet slechts bij een vergissing, zoals in het Verenigd Koninkrijk ('inadvertent mistake') en Duitsland ('unbeabsichtigt'). Voorts is niet van belang de omvang van de overschrijding. Onwenselijk is dus de Franse en Italiaanse regeling, volgens welke de herstelmogelijkheid slechts bestaat bij een geringe overschrijding van de biiddrempel (maximaal 3%). Evenmin is relevant op welke wijze het belang tot onder de biiddrempel wordt teruggebracht. Vaak zal het gaan om een verkoop van effecten ('selling down'), maar de vermindering van het belang kan ook worden veroorzaakt door een uitgifte van de doelvennootschap (vgl. § 7.4.3 sub c) of het verbreken van een samenwerking met een andere effectenhouder (§ 7.5). Met het verbod om stemrechten uit te oefenen wordt misbruik voorkomen. Men denke aan het geval dat een persoon de controle verwerft, voor hem gunstige veranderingen aanbrengt in de vennootschap en vervolgens – zonder een verplicht bod te hebben uitgebracht – zijn belang weer afbouwt tot beneden de biiddrempel. Indien de 30 dagen-periode te kort is om het belang af te bouwen, bijvoorbeeld vanwege het ontbreken van een geschikte koper, kan de AFM deze periode desgevraagd verlengen (§ 10.5.1 sub d). Ook is het denkbaar dat het belang tijdelijk wordt overgedragen aan een derde, die het gaat houden ten titel van beheer (vgl. § 8.5.5).

Indien de verplicht bod-regeling voorziet in een gratieperiode is het gerechtvaardigd om terughoudend om te gaan met het verlenen van vrijstellingen en ontheffingen. De controlerend effectenhouder kan immers zijn eigen vrijstelling creëren door het belang tot onder de biidgrens af te bouwen. Een wettelijke vrijstelling of ontheffing is dus slechts noodzakelijk indien de controlerend effectenhouder zijn belang niet, althans zeer bezwaarlijk, onder de biiddrempel kan brengen. Men denke aan de persoon die bij inwerkingtreding van de verplicht bod-regeling reeds de controle heeft, het AK en de anti-overvalstichting (zie § 8.5).

8.4. Dispensatieprocedure (whitewash-procedure)

De verplicht bod-regeling strekt ertoe de resterende effectenhouders te beschermen (§ 2.5). Indien deze effectenhouders in een bepaald geval³¹ een verplicht bod onwenselijk achten, is er geen reden om toch tot een bod te verplichten. Een dergelijke situatie kan zich bijvoorbeeld voordoen indien geen controlepremie is betaald en de resterende effectenhouders evenmin machtsmisbruik verwachten. Ook is het denkbaar dat de vennootschap en haar effectenhouders een controlerend belang willen aanbieden aan een strategische partner, maar dat deze persoon niet bereid is om een bod op alle resterende effecten uit te brengen. Gelet hierop is het wenselijk dat er een vrijstelling geldt van de biedplicht indien de resterende effectenhouders hiertoe besluiten.³²

Een dergelijke vrijstellingsregeling is sinds 2003 ook te vinden in de Spaanse verplicht bod-regeling.³³ Omdat deze vrijstelling slechts geldt indien hiertoe door de AvA met algemene stemmen is besloten, zal er in de praktijk weinig gebruik van worden gemaakt.³⁴ De oude Duitse verplicht bod-regeling kende eveneens de mogelijkheid van dispensatie, waartoe echter met een gewone meerderheid kon worden besloten.³⁵ Andere onderzochte landen kennen varianten hierop. In het Verenigd Koninkrijk ('whitewash-procedure') geldt de dispensatieprocedure alleen bij controleverwerving door uitgifte, uitoefening of conversie van een recht op effecten, inkoop en kapitaalvermindering.³⁶ In Frankrijk is de dispensatieprocedure slechts van toepassing bij een herstructurering van een noodlijdende vennootschap.³⁷ In Italië bestaat de mogelijkheid om met instemming van de resterende effectenhouders de biedplicht slechts gedeeltelijk na te komen, namelijk door het bod enkel te richten op een gedeelte van de effecten (partieel verplicht bod, zie § 9.5.2).

De dispensatieregeling kan naar mijn oordeel worden gebaseerd op art. 4 lid 5 Richtlijn (zie § 3.6.2), omdat de effectenhouders zelf beslissen over het al dan niet verlenen van dispensatie. Vgl. de in de Verklaringen voor de Raadsnotulen genoem-

31 Zie § 5.5.3 sub b voor de vraag of de verplicht bod-regeling bij statuten buiten toepassing kan worden verklaard

32 Enzo De Kluiver (2000), p. 115; De Kluiver (2003/1), p. 103-104, 108.

33 Art. 4.c Real Decreto 1197/1991, zie Uría & Menéndez (2003), p. 7

34 Voorts geldt volgens de Spaanse regeling een vrijstelling van de biedplicht die ontstaat bij statutenwijziging, indien de meerderheid van de resterende aandeelhouders met de statutenwijziging instemt, zie art. 5.2 Real Decreto 1197/1991.

35 Art. 16 Übernahmekodex. Enzo de Thaise verplicht bod-regeling, zie Clifford Chance (2003), p. 14

36 De toezichthouder (Panel) verleent in de regel ontheffing van de biedplicht indien de meerderheid van de onafhankelijke aandeelhouders toestemming heeft gegeven voor de desbetreffende handeling, zie note 1 on dispensations from Rule 9 City Code; Rule 37.1 City Code, Appendix 1 of the City Code, waarover Weinberg/Blank, § 4-8048 e.v. (1999), Pearson/Adams (2003), p. 143-144; Kenyon-Slade (2004), nr. 9.223 e.v., Palmer, § 12.343 (1999), Remnant (2001), p. 10-11.

37 Art. 5-5-7(b) Règlement Général du CMF, zie Viandier (2003), nr. 1708-1711; Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 167.

de mogelijkheid om te bepalen dat een partieel verplicht bod is geoorloofd indien de meerderheid van de kleine effectenhouder daarmee instemt (§ 9.5.2). Aangezien door een dispensatiebesluit van de AvA effectenhouders tegen hun wil de bescherming van de biedplicht kan worden ontnomen, is volgens de Richtlijn vereist dat een grote meerderheid van de effectenhouders akkoord gaat.

Ik bepleit de volgende regeling, zie art. 6f-proeve Wte 1995. De biedplicht vervalt indien binnen 30 dagen na controleverwerving dispensatie is verleend door de AvA van de doelvennootschap. Evenals bij de gratieregeling (§ 8.3) wordt aangenomen dat de controle is verkregen op het moment van de openbare mededeling ter zake (§ 7.7). Voor een in de praktijk werkbare regeling is het noodzakelijk dat het besluit tot vrijstelling niet hoeft te worden genomen met algemene stemmen, maar dat een gekwalificeerde meerderheid, bijvoorbeeld 90% van de uitgebrachte stemmen, volstaat. Het bezwaar dat een klein deel van de effectenhouders hierdoor tegen hun wil geen uitstapmogelijkheid wordt geboden, weegt niet op tegen het voordeel van een goed functionerende dispensatieprocedure. Er geldt geen quorum-eis. De controlerend effectenhouder en personen met wie hij in overeenstemming handelt worden van de besluitvorming uitgesloten. Het bestuur van de doelvennootschap roept een AvA bijeen zodra de controlerend effectenhouder daarom vraagt. Overwogen kan worden om in art. 2:109 BW te bepalen dat de controlerend effectenhouder zelf bevoegd is tot bijeenroeping van deze AvA. Indien de doelvennootschap een statutaire oproepingstermijn kent van 30 dagen of langer (art. 2:115 BW), kan aan de AFM worden gevraagd de dispensatietermijn te verlengen (§ 10.5.1 sub d). Omdat het wenselijk kan zijn dat op voorhand duidelijkheid bestaat omtrent de vrijstelling door de AvA, kan het verzoek daartoe ook reeds worden gedaan voordat de controle is verworven. Het bestuur van de doelvennootschap voegt een mededeling toe aan de jaarrekening en het jaarverslag (art. 2:392 BW, 'overige gegevens') waarin de dispensatie wordt vermeld. De mededeling wordt opgenomen zolang de desbetreffende effectenhouder een vrijgesteld controlerend belang in de vennootschap houdt (zie ook § 8.15.3).

Ik acht het onwenselijk dat de AvA de bevoegdheid krijgt om een verleende dispensatie op een later moment in te trekken, bijvoorbeeld zodra de controlerend effectenhouder misbruik maakt van zijn positie of in het kader van verplichte periodieke besluitvorming over het al dan niet voorzetten van de dispensatie (zoals bij de statutaire afwijking van de wettelijke verplicht bod-regeling, § 5.5.6). Zulk een intrekingsbevoegdheid creëert rechtsonzekerheid voor de controlerend effectenhouder, de overige effectenhouders, de doelvennootschap, de markt en andere betrokkenen. Voorts kan de regeling misbruik door de minderheidseffectenhouders in de hand werken, zoals het afdwingen van een bepaald beleid of bepaalde handelingen op straffe van verval van de dispensatie. De mogelijkheid van intrekking van de dispensatie zal waarschijnlijk tot gevolg hebben dat er weinig gebruik wordt gemaakt van de regeling.

8.5. Gevallen waarvoor een vrijstelling moet gelden

8.5.1. Bestaande situaties (overgangsregeling)

De biedplicht dient naar mijn oordeel niet te gelden voor personen die een controle-rend belang houden op het tijdstip van inwerkingtreding van de verplicht bod-regeling.³⁸ Het zou onredelijk zijn indien deze controlerende effectenhouders met een biedplicht worden geconfronteerd. Voorts zou dit tot verstreckende en ongewenste gevolgen leiden, gezien het feit dat circa $\frac{1}{3}$ van de Nederlandse beursfondsen een controlerend effectenhouder heeft.^{39,40} Ook bij de invoering van de verplicht bod-regeling in het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk zijn de bestaande situaties vrijgesteld.⁴¹ Overweging 10 Richtlijn staat een dergelijke vrijstelling uitdrukkelijk toe.⁴² Aangezien in de door mij voorgestane verplicht bod-regeling de biedplicht ontstaat door *verwerving* van de controle (art. 6d lid 1-proeve Wte 1995), is er geen expliciete vrijstelling vereist en kan worden volstaan met een opmerking in de toelichting. Omdat ook bij deze vrijgestelde vennootschappen gevaar van machts-

38 Evenzo VEB (2002), p. 16, Oppelaar/Banz (2002), p. 18-19.

39 Ik noem bijvoorbeeld (uitgaande van een biedgrens van 30%). Aegon, Ajax, Ballast Nedam, Brunel, Grolsch, Gucci, Heineken, Laurus, Randstad, Schuitema en TPG. Zie voor cijfers Van der Elst (2000), p. 40; Van der Elst (2001), p. 67-68; De Jong/Kabir/Marra/Röell (2001); Monitoring Commissie Corporate Governance (1998), p. 23 en 31 e.v.; Bolt/Peeters (1997), te kennen uit: Kamerstukken II, 1998-1999, 25 732, nr. 8, p. 6-7; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 478-479; Wymeersch (1998), p. 63. In continentaal Europa heeft meer dan de helft van de beursvennootschappen een controlerend aandeelhouder, terwijl in het Verenigd Koninkrijk en de Verenigde Staten slechts een kleine minderheid van de beursvennootschappen zulk een aandeelhouder heeft. Zie nader Van der Elst (2001); Barca/Becht (2001), La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999). Volgens Koops (2002) is voor de financiering van een verplicht bod door de bestaande controlerende effectenhouders van Nederlandse beursvennootschappen een bedrag van € 40 mld. benodigd.

40 Een vrijstelling voor bestaande situaties kan ertoe leiden dat effectenhouders kort voor de invoering van de biedplicht hun belang verhogen tot boven de bieddrempel. De plotselinge stijging in 1988 van het belang van veel grootaandeelhouders in Belgische vennootschappen wordt toegeschreven aan de invoering van de biedplicht in België in 1989, zie Van der Elst (1999), p. 20 en 26. Een dergelijke reactie van de markt is geen reden om de vrijstelling achterwege te laten. Indien deze reactie onwenselijk wordt geacht, kan worden overwogen om de biedplicht met terugwerkende kracht in te voeren of te bepalen dat de vrijstelling niet geldt indien de controle is verkregen in een bepaalde periode voor de inwerkingtreding van de verplicht bod-regeling.

41 Allen & Overy (2002), p. 26, Altmeppen (2001), p. 1081, Hommelhoff/Witt (2002), § 35 WpÜG, Rn. 24.

42 Deze overgangsregeling was niet opgenomen in de eerste Richtlijnvoorstellen. Sommigen interpreteren deze voorstellen wel reeds aldus, zie bijvoorbeeld Timmerman (1998), p. 115; Van Spengler (1992), p. 23. Volgens latere Richtlijnvoorstellen was de biedplicht niet van toepassing voor gevallen die bestaan op het moment van inwerkingtreding van de Richtlijn. Er bestond onduidelijkheid over de vraag of hiermee werd bedoeld op het moment dat de Richtlijn wordt aangenomen of het moment dat de Richtlijn in het nationale recht wordt omgezet. Zie hierover Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 496-497; De Kluiver (2000), p. 111, Van Olfen (2000), p. 29, Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 68; Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/1).

misbruik bestaat, kan worden overwogen om te bepalen dat de vrijstelling na bijvoorbeeld vijf of tien jaar vervalft.⁴³

De vrijstelling van de biedplicht dient niet te gelden voor degene die op het moment van inwerkingtreding van de verplicht bod-regeling effecten houdt die hem eerst nadien een dusdanige hoeveelheid stemrechten verschaffen dat daardoor de controle wordt verkregen (afgeleide instrumenten, zie § 7.4.3 sub h).⁴⁴ Anders dan bestaande controlerende effectenhouders, worden deze effectenhouders immers niet overvallen door een biedplicht en hebben zij de mogelijkheid om deze verplichting te ontlopen (niet alleen door het recht niet uit te oefenen of niet te converteren dan wel het recht te vervreemden, maar ook door daarna in de gratieperiode het controlerend belang af te bouwen tot onder de biedgrens, § 8.3).

8.5.2. Beursnotering met behoud van controle

De initiële beursnotering (IPO) van een vennootschap dient naar mijn oordeel, evenals in de onderzochte landen, niet te leiden tot een biedplicht voor de oprichter of moedermaatschappij die de controle behoudt.⁴⁵ Hetzelfde geldt indien de controlerend effectenhouder van een reeds genoteerde vennootschap een deel van zijn effecten via de beurs herplaatst. In deze gevallen wordt immers geen controle verkregen; de controlerend effectenhouder heeft en behoudt de controle. Er bestaat weliswaar een gevaar van machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder, maar personen die bij een dergelijke plaatsing effecten van de vennootschap verwerven zijn met dit risico bekend. Dit is niet anders indien de controlerend effectenhouder een gekwalificeerde meerderheid behoudt.⁴⁶ Daarbij zou een biedplicht tot de ongewenste situatie leiden dat een plaatsing met behoud van de controle feitelijk onmogelijk is.⁴⁷ Het niet opleggen van een biedplicht bij een IPO en een herplaatsing is in lijn met de strekking van de Richtlijn (§ 3.4) en de tekst van art. 5 lid 1 Richtlijn, volgens welk er immers slechts een biedplicht geldt bij het *verwerven* van de controle.⁴⁸ Omdat de

43 Evenzo VEB (2002), p. 16. Vgl. ook de Zwitserse overgangsregeling (Art. 52 BEHG), volgens welke effectenhouders die bij inwerkingtreding van de verplicht bod-regeling meer dan 33 1/3% maar minder dan 50% van de stemrechten konden uitoefenen, hun belang slechts kunnen vergroten op straffe van een biedplicht, waarover Von der Crone (1997), p. 56-57.

44 Vgl. ook Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 174-175.

45 Evenzo De Kluiver (2000), p. 111; VNO-NCW (2002), p. 12; Euronext (2002), p. 6; Oppelaar/Banz (2002), p. 17. Anders VEB (2002), p. 15, die wijst op het gevaar van machtsmisbruik en de beperkte liquiditeit van de aandelen. Dit laatste argument overtuigt niet, omdat een liquide markt moet worden gegarandeerd door de beursregels. Dit is ook het geval. Ingevolge art. 6 Fondsenreglement, waarin art. 48 lid 5 Richtlijn 2001/34/EG is uitgevoerd, dient ten minste 5% of 10% van het geplaatst kapitaal te worden genoteerd.

46 De Kluiver (1998/1), p. 256, acht in dat geval een biedplicht wel wenselijk.

47 Vooral bij beursintroductions van jonge ondernemingen kan het noodzakelijk zijn dat de verkopende directeur-grootaandeelhouder mede via zijn aandelenbezit verbonden blijft aan de onderneming.

48 In gelijke zin Raaijmakers (1999), p. 295; Raaijmakers (2001/1), p. 149; Buys (1999/2), p. 227; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 503-504; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 74.

biedplicht in de door mij voorgestane regeling ontstaat door controleverwerving (zie art. 6d lid 1-proeve Wte 1995) is een expliciete vrijstelling overbodig en kan worden volstaan met een opmerking in de toelichting.

Indien een dusdanig gedeelte van de effecten bij één persoon wordt geplaatst dat hij daardoor de controle verkrijgt, dient deze persoon wel een bod uit te brengen. De overige nieuwe effectenhouders waren immers niet bekend met het feit dat er een controlerend effectenhouder zou worden gecreëerd. Indien echter de plaatsing van het controlerend belang op voorhand bekend is gemaakt, bijvoorbeeld in het prospectus, is het redelijk dat de AFM desgevraagd ontheffing verleent van de biedplicht (§ 10.5.1 sub d). Denkbaar is ook dat eerst het controlerend belang wordt geplaatst bij de desbetreffende persoon en pas daarna de beursnotering plaatsvindt. In dat geval is er geen biedplicht, omdat de controle niet werd verkregen in een beursvennootschap (§ 6.4).

8.5.3. *Verkrijging van de controle door een vrijwillig bod*

Er dient naar mijn oordeel een vrijstelling van de biedplicht te gelden indien de controle wordt verkregen als gevolg van een openbaar bod op alle aandelen en bewilligde certificaten van aandelen van de vennootschap,⁴⁹ mits de betaalde vergoeding ten minste gelijk is aan de vergoeding die zou moeten worden geboden bij een verplicht bod. Zie art. 11b lid 1 sub a (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995. In een dergelijke situatie hebben de effectenhouders reeds de mogelijkheid gehad de vennootschap te verlaten. De effectenhouder die het vrijwillig bod niet aanvaardt, weet in welke positie hij geraakt. Willens en wetens wordt dan afstand gedaan van de mogelijkheid om een deel van de controlepremie te incasseren en het risico aanvaard van machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder. Soortgelijke vrijstellingen zijn te vinden in art. 5 lid 2 Richtlijn⁵⁰ en in de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk, Duitsland⁵¹, Frankrijk, België⁵², Italië⁵³, Spanje⁵⁴ en Zwitserland^{55,56,57}).

49 In gelijke zin VNO-NCW (2002), p. 12, Oppelaar/Banz (2002), p. 16 Anders Rietkerk (1992); en naar ik begrip Euronext (2002), p. 6.

50 Zie ook Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 479-480; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 67. De vrijstelling was niet expliciet vermeld in eerdere Richtlijnvoorstellen, waardoor haar bestaan ter discussie stond, zie Raaijmakers (1994), p. 51; Raaijmakers (1996), p. 67-68, Peijster (1998), p. 143. De vrijstelling laat onverlet de plicht van de bieder om na een vrijwillig bod desgevraagd niet-aangemelde effecten alsnog te kopen (art. 16 Richtlijn, 'sell-out right').

51 § 35 Abs. 3 WpUG, waarover Strothmann (2001), p. 5, Steinmeyer/Häger (2002), § 35 WpUG, Rn. 49-51.

52 Art. 41, § 1 De Benedetti-KB

53 Art. 106 4 Decreto Legislativo 58/1198, zie Juvara (2001), p. 340-341; Diemer/Hasselbach (2000), p. 829.

54 Art. 6(d) Real Decreto 1197/1991, waarover De Cárdenas Smith (2001), p. 464-465.

55 Von der Crone (1997), p. 55

56 In het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Zwitserland is de vrijstelling niet expliciet vermeld in de verplicht bod-regeling, maar verleent de toezichthouder in de regel ontheffing. Vgl. ook Allen & Overy (2002), p. 26.

57 Anders Finland, waarover Kaisanlahti (1997), p. 5-6.

Blijkens de Verklaringen voor de Raadsnotulen (§ 3.3) staan de Europese Commissie en de Raad toe dat de lidstaten bepalen dat er evenmin een biedplicht ontstaat indien het vrijwillig openbaar bod betrekking had op ten minste 60% van de aandelen, mits dit partiële bod is goedgekeurd door, kort gezegd, de meerderheid van de onafhankelijke aandeelhouders.⁵⁸ De verklaring is opgenomen op verzoek van de Italiaanse onderhandelingsdelegatie, die daarbij een beroep heeft gedaan op art. 4 lid 5 Richtlijn (zie § 3.6.2).⁵⁹ Hierdoor kan de aldus luidende bepaling in de Italiaanse verplicht bod-regeling blijven bestaan.⁶⁰ Een dergelijke regeling – die op gespannen voet staat met de strekking van de verplicht bod-regeling uit de Richtlijn (§ 3.4)⁶¹ – is niet gewenst, omdat hierdoor geen volledige exit wordt geboden.

Anders dan de regeling van art. 5 lid 2 Richtlijn en verschillende onderzochte landen, geldt de door mij voorgestane vrijstelling slechts indien de vergoeding van het vrijwillig bod ten minste gelijk is aan de vergoeding die bij het verplicht bod zou moeten worden geboden (§ 9.6). Bij het ontbreken van een dergelijke eis kan de biedplicht immers worden ontgaan door een dusdanig onaantrekkelijk vrijwillig bod uit te brengen dat van een reële exit geen sprake is.⁶² Een alternatieve regel zou kunnen zijn een vrijstelling die slechts geldt indien een bepaald percentage van de effecten, bijvoorbeeld 75% of 90%, onder het vrijwillig bod is aangemeld.⁶³ Deze regel heeft niet mijn voorkeur, omdat een hoge aanmelding niet altijd betekent dat er een redelijke prijs is geboden. Effectenhouders bieden hun effecten vaak aan, omdat zij anders de premie mislopen, achterblijven in een situatie waarin machtsmisbruik dreigt en onverhandelbare effecten gaan houden (zie ook § 2.2.4).

De controle kan worden verkregen door de opbouw van een belang die plaatsvindt in het kader van een aangekondigd of uitgebracht vrijwillig openbaar bod. Ook dan geldt er slechts een vrijstelling als het vrijwillig bod ten minste voornoemde minimumvergoeding behelst. Bij een lagere vergoeding wordt het vrijwillig bod gevolgd door een verplicht bod.⁶⁴

58 Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 479-500, 506.

59 Vgl. Questions and Answers van de Europese Commissie (1999), nr. 19. Zie ook Buys (1999/2), p. 227-228.

60 Zie Juvara (2001), p. 340-341; Ruggiero (1998), p. 109.

61 In gelijke zin Buys (1999/2), p. 228.

62 Zie ook De Kluiver (2000), p. 115; VEB (2002), p. 14-15. Men denke aan de situatie dat een persoon de vennootschap wil controleren met een zo laag mogelijke investering. Hiertoe bouwt hij een belang op tot net onder de 30%-biedgrens (§ 7.4.2). Vervolgens brengt hij een zeer onaantrekkelijk bod uit op de resterende aandelen waarvan hij verwacht dat het slechts door een klein percentage van de aandeelhouders zal worden aanvaard.

63 In deze zin Oppelaar/Banz (2002), p. 16.

64 Vgl. voor het Verenigd Koninkrijk: note 2 to Rule 5.2, note 10 to Rule 9.1 en note 4 to Rule 32.1 City Code, waarover Pearson/Adams (2003), p. 147.

8.5.4. Anti-overvalstichting

Een anti-overvalstichting⁶⁵ die de controle verwerft omdat zij tijdelijk effecten houdt ter afwering van een onwelgevallige overname dient naar mijn oordeel te worden vrijgesteld van de biedplicht.⁶⁶ Zie art. 11b lid 1 sub b (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995. Er vindt immers geen onevenredige verdeling van de controlepremie plaats, terwijl er – gelet op de aard van de controlerend effectenhouder en de tijdelijkheid van de constructie – evenmin gevaar van machtsmisbruik ontstaat (§ 2.5). Om deze reden ben ik ook van oordeel dat de vrijstelling is geoorloofd volgens art. 4 lid 5 Richtlijn (zie § 3.6.2).⁶⁷ Een vrijstelling is noodzakelijk omdat bij het ontbreken daarvan deze veel gehanteerde beschermingsconstructie⁶⁸ niet, althans minder eenvoudig, kan worden gebruikt.

Indien de anti-overvalstichting niet wordt vrijgesteld, kan het probleem van de biedplicht worden ontweken door splitsing van een bestaande anti-overvalstichting of door oprichting van een tweede anti-overvalstichting.⁶⁹ Voor een succesvolle werking van deze constructie is vereist dat de besturen van de stichtingen geen personele unie vormen en dat evenmin op een andere wijze aldus wordt samengewerkt dat sprake is van ‘handelen in onderlinge overeenstemming’ (§ 7.5). Indien een anti-overvalstichting wel een verplicht bod moet uitbrengen, zal dit in strijd zijn met de doelomschrijving (art. 2:7 BW) en tot financieringsproblemen leiden.⁷⁰

Het verwerven van een controlerend belang door andere personen dan hiervoor bedoeld, bijvoorbeeld een bevriende rechtspersoon (‘white knight’)⁷¹, dient naar mijn oordeel niet te worden vrijgesteld. Anders dan bij de anti-overvalstichting bestaat hier immers wel het gevaar van machtsmisbruik.

65 Of een andere rechtspersoon met hetzelfde doel. Ik spreek gemakshalve slechts van anti-overvalstichting.

66 Evenzo De Kluiver (2000), p. 113; VEB (2002), p. 15; VNO-NCW (2002), p. 12; Oppelaar/Banz (2002), p. 17; De Rooy (2000), p. 34. Anders Euronext (2002), p. 6

67 Aldus ook Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 509; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 73. Anders Van Olffen (1999), p. 845-846; Van Olffen (2000), p. 31; Schutte-Veenstra (1997), p. 106; Van Spengler (1992), p. 24. Art. 3 lid 2 Richtlijnvoorstel 1997 bood expliciet de mogelijkheid om vrijstelling te verlenen bij één tijdelijk bezit van effecten.

68 Zie Monitoring Commissie Corporate Governance (1998).

69 Vgl. Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 507-508; Van Olffen (2000), p. 31; Van Solinge (2000), p. 76-79; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 176; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 72

70 Volgens De Kluiver (2000), p. 113, zou de biedplicht van art. 5 lid 1 Richtlijn wellicht kunnen worden uitgesloten door te bepalen, bijvoorbeeld door een kwaliteitseis, dat de aandelen welke aan de stichting worden uitgegeven niet overdraagbaar zijn. Er is namelijk slechts sprake van ‘effecten’ als bedoeld in art. 2 lid 1 sub e Richtlijn, indien de desbetreffende effecten ‘overdraagbaar’ zijn.

71 Men denke aan de beschermingsmissie van Gucci aan witte ridder PPR ter afwering van LVMH, zie HR 27 september 2000, JOR 2000/217 nt. Brink; NJ 2000, 653 (Gucci).

8.5.5. Verkrijging van effecten ten titel van beheer; administratiekantoor

De controlerend effectenhouder die de desbetreffende effecten verkrijgt ten titel van beheer (en deze dus gaat houden voor rekening van een ander), dient mijns inziens te worden vrijgesteld van de biedplicht.^{72,73} Zie art. 11b lid 1 sub c (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995.⁷⁴ De praktijk heeft behoefte aan deze vrijstelling, terwijl een biedplicht overbodig is. Evenals bij de anti-overvalstichting (§ 8.5.4) bestaat er immers geen gevaar van een onevenredige verdeling van de controlepremie of machtsmisbruik (§ 2.5). Gelet hierop biedt de Richtlijn ruimte voor een vrijstelling (§ 3.6.2).^{75,76}

72 Aldus ook Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 57, 72, De Rooy (2000), p. 34; Van den Ingh (2001), p. 103; Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 3; De Kluiver (2000), p. 113-114; Euronext (2002), p. 6, VNO-NCW (2002), p. 12; Oppelaar/Banz (2002), p. 18. Anders VEB (2002), p. 16, die tegenstander is van certificering en daarom het AK niet wil vrijstellen.

73 Vgl. ook de oude Duitse regeling (art. 16 Übernahmekodex) volgens welke er geen biedplicht ontstond indien de controle werd verkregen door het tijdelijk houden van aandelen 'nur zum Zwecke der Weiterplazierung an Dritte'. Zie voor een bijzondere vrijstelling van bepaalde financiële instellingen in de Spaanse verplicht bod-regeling: art. 4(a) Real Decreto 1197/1991, De Cárdenas Smith (2001), p. 467.

74 Deze bepaling moet aldus worden uitgelegd dat er slechts een vrijstelling geldt indien *alle* door de desbetreffende persoon gehouden (bewilligde certificaten van) aandelen in de doelvennootschap worden gehouden ten titel van beheer. Alleen dan bestaat er geen reëel gevaar van machtsmisbruik. De vrijstelling is dus bijvoorbeeld niet van toepassing indien (uitgaande van een biedgrens van 30%, § 7.4.2) een 29%-belang voor eigen rekening wordt gehouden en een 2%-belang ten titel van beheer wordt verkregen. Door deze verwerving ontstaat er immers wel een gevaar van machtsmisbruik. De beheerder kan het stemrecht dat is verbonden aan het 2%-belang uitoefenen ten gunste van zijn 29%-belang. Ik ben dan ook geen voorstander van de door Van Olffen (2000), p. 38, bepleite regel inhoudende dat bij de berekening van het percentage van de stemrechten dat kan worden uitgeoefend, de effecten die ten titel van beheer worden gehouden buiten beschouwing worden gelaten.

75 Evenzo Van Olffen (2000), p. 38.

76 Mijns inziens is er geen reden om te veronderstellen dat er volgens de Richtlijn geen biedplicht ontstaat bij controleverwerving door het AK (en dat een vrijstelling dus overbodig is) Art 5 lid 1 Richtlijn maakt geen onderscheid naar de persoon die de controle verwerft. Wordt de controle verworven, dan moet een bod worden uitgebracht. Evenzo Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1998), p. 5; Van Olffen (1999), p. 845, Van Olffen (2000), p. 37; Schutte-Veenstra (1997); Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 507. Anders Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 57; De Kluiver (2000), p. 114; Steins Bisschop (1998), p. 81. Het door Hijmans van den Bergh/Van Solinge genoemde argument dat er geen biedplicht geldt omdat het AK de aandelen niet voor eigen rekening houdt overtuigt niet, omdat deze omstandigheid voor de toepasselijkheid van de biedplicht irrelevant is. Evenmin is steekhoudend het argument dat het AK de aandelen niet verkrijgt als gevolg van een 'eigen verwerving' in de zin van art. 5 lid 1 Richtlijn. Het AK verkrijgt de aandelen wel degelijk door een eigen verwerving, namelijk – doorgaans – door het nemen van de aandelen bij uitgifte. De Kluiver baseert zijn oordeel dat de biedplicht niet geldt voor het AK op het feit dat de biedplicht ook ontstaat bij 'indirecte' verkrijging, wat volgens hem betekent dat niet het AK maar de certificaaathouder de biedplicht heeft. Ik deel zijn uitleg niet. Er geldt een biedplicht bij het direct of indirect verwerven van de controle (§ 7.6), hetgeen betekent dat zowel het AK als de controle-

Allereerst moet worden gedacht aan controleverwerving door het AK, waarvan sprake kan zijn indien een vennootschap een certificeringsconstructie invoert of een bestaand AK aandelen op naam verkrijgt van aandeelhouders die hun belang in de vorm van toondercertificaten ter beurse willen verhandelen.⁷⁷ Voorts behoren tot deze categorie, personen die effecten gereguleerd ten titel van beheer houden, zoals zgn. bewaarders (custodians) en trusts.^{78,79} In dit laatste geval is een vrijstelling uiteraard slechts noodzakelijk indien de bewaarder stemrechten kan uitoefenen, omdat bij het ontbreken daarvan in de door mij voorgestane regeling geen biedplicht ontstaat (§ 7.4.1 sub a). Verder kan worden gedacht aan het houden van effecten ten titel van beheer krachtens een rechterlijke uitspraak, bijvoorbeeld in het kader van een enquêteprocedure (art. 2:356 sub e BW).

Indien deze gevallen niet worden vrijgesteld kan het probleem van de biedplicht van het AK worden ontgaan door splitsing van het bestaande AK of door oprichting van meerdere AK's (zie nader § 8.5.4). Daarnaast is het denkbaar dat op het moment van beursintroduktie alle aandelen worden uitgegeven aan AK I en dat direct daarna door AK II een vrijwillig openbaar bod wordt uitgebracht op deze aandelen. AK II valt dan onder de vrijstelling voor het geval dat controle wordt verkregen door een vrijwillig bod (§ 8.5.3). Verder kan de biedplicht worden ontweken door de certificering te voltooien voor het moment van beursintroduktie. Hierdoor is er op het moment dat de doelvennootschap onder de werking van de verplicht bod-regeling wordt gebracht geen sprake van controleverwerving, maar van een situatie waarin het AK certificaten plaatst, zodat kan worden verdedigd dat sprake is van een vrijstelling van een initiële notering van een minderheidspakket (§ 8.5.2). Tot slot is het denkbaar dat het AK gewoon een verplicht bod uitbrengt en daarbij geen contanten biedt, maar door haarzelf uitgegeven certificaten (zie ook § 9.6.3 sub b).⁸⁰

8.5.6. Toekennen van stemrecht bij vestiging van pandrecht

Het is wenselijk dat er een vrijstelling geldt voor het geval de controle wordt verkregen door toekenning van stemrecht bij vestiging van pandrecht (art. 2:89 lid 3

rend certificaathouder (§ 7.4.3 sub a) een biedplicht heeft. Het tweede argument van De Kluiver dat de Richtlijn de mogelijkheid biedt om de biedplicht uit te breiden tot degene die effecten verkrijgt waaraan geen stemrechten zijn verbonden overtuigt evenmin, omdat de Richtlijn hiermee niet doelt op certificaten, maar op rechten op effecten, zoals converteerbare obligaties en opties (§ 7.4.3 sub h).

77 Zie nader Van Olfen (2000), p. 30-31. AK's die reeds bestaan op het moment van invoering van de verplicht bod-regeling, vallen onder de vrijstelling voor bestaande situaties (§ 8.5.1).

78 Evenzo Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 5, De Serière (2002), p. 507.

79 Volgens art. 3 lid 2 Richtlijnvoorstel 1997 was een vrijstelling van de biedplicht mogelijk bij 'het tijdelijk bezit van aandelen' of 'de verwerving van een meerderheid zonder de intentie zeggenschap uit te oefenen over de vennootschap'. Als voorbeeld hiervan werd in de toelichting genoemd de verwerving van aandelen die deel uitmaken van de commerciële portefeuille van vennootschappen die werkzaam zijn in de effectenhandel, zie COM (97) 565 def., p. 3. Zie ook Economisch en Sociaal Comité (1996), nr. 3.3.6.1 en 3.3.7.

80 Evenzo Van Olfen (2000), p. 31.

BW).^{81,82} Zie art. 11b lid 1 sub d (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995.⁸³ Door deze vrijstelling, die ook te vinden is in de verplicht bod-regeling van het Verenigd Koninkrijk⁸⁴ en Duitsland⁸⁵, wordt de bestaande financieringspraktijk niet onnodig belemmerd.⁸⁶ De vrijstelling is niet strijdig met de strekking van de verplicht bod-regeling (§ 2.5), omdat er door toekenning van stemrecht geen onevenredige verdeling van de controlepremie plaatsvindt en evenmin een reëel gevaar van machtsmisbruik ontstaat. Daarom is de vrijstelling naar mijn oordeel ook geoorloofd volgens art. 4 lid 5 Richtlijn (zie § 3.6.2). De vrijstelling dient te gelden voor iedere persoon die de controle verwerft, dus zowel voor banken die in het kader van hun normale bedrijfsuitoefening leningen verstrekken en daarvoor zekerheden verkrijgen als voor niet-banken.⁸⁷ Zie ook § 7.4.3 sub g.

8.5.7. Herstructurering binnen concernverband

De controle kan worden verkregen door een herstructurering binnen concernverband, bijvoorbeeld doordat de controlerend effectenhouder/moedermaatschappij haar beursgenoteerde dochtervennootschap overdraagt aan een tussenholding. In dat geval verwerft de tussenholding de controle en zou zij een verplicht bod moeten uitbrengen. Teneinde dergelijke reorganisaties niet onnodig te belemmeren en omdat zij niet leiden tot een onevenredige verdeling van de controlepremie of een gevaar van machtsmisbruik (§ 2.5), dient er bij deze wijze van controleverwerving, zoals in

81 In gelijke zin De Serière (2002), p. 507. Anders Van Olfen (2000), p. 42.

82 Zie § 7.4.3 sub g voor het geval dat de pandhouder het stemrecht door een volmacht 'teruggeeft' aan de aandeelhouder/pandgever

83 Evenals bij de vrijstelling voor het houden van effecten ten titel van beheer (§ 8.5.5), is de vrijstelling slechts van toepassing indien alle stemrechten die door de desbetreffende persoon kunnen worden uitgeoefend zijn verkregen bij vestiging van pandrecht. Er ontstaat immers wél een gevaar van machtsmisbruik indien een pakkethouder de controle verwerft door verkrijging van stemrecht bij vestiging van pandrecht.

84 Note 13 on Rule 9.1 City Code: de biedplicht 'will normally not apply in the case a bank taking security over shares in the normal course of its business'. De vrijstelling kan ook gelden voor niet-banken, zie note 2 on dispensations from Rule 9 City Code.

85 De vrijstelling geldt slechts indien de effecten ter zekerheidstelling aan de leninggever worden overgedragen; zie § 9 WpÜG-Angebotsverordnung, waarover Steinmeyer/Häger (2002), § 37 WpÜG, Rn. 21; Meyer (2002), § 37 WpÜG, Rn. 29. Er geldt geen vrijstelling bij verpanding met verlening van een stemvolmacht, 'da die Stimmrechtsvolmacht nichts mit dem Sicherungszweck der Verpfändung zu tun hat', zie Steinmeyer/Häger (2002), § 37 WpÜG, Rn. 22.

86 Overigens wordt bij vestiging van pandrecht in de minderheid van de gevallen door de leninggever/pandhouder stemrecht bedongen. Bij bancaire leningen wordt het stemrecht vaak toegekend onder de opschortende voorwaarde dat de leningnemer/pandgever in verzuim is. Evenzo De Mol van Otterloo (2001/1), p. 133. Zie ook Veerbeek (2003), p. 30-31.

87 Personen die de biedplicht trachten te ontduiken door geen aandelen over te dragen maar slechts stemrecht toe te kennen via een pandrecht, handelen in onderlinge overeenstemming (§ 7.5) en kunnen daardoor biedplichtig worden.

Duitsland⁸⁸, Frankrijk⁸⁹, Italië⁹⁰ en Zwitserland^{91,92} een vrijstelling te bestaan van de biedplicht. Zie art. 11b lid 1 sub e (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995. Omdat de vrijstelling niet in strijd is met de strekking van de biedplicht, is zij geoorloofd onder de Richtlijn (§ 3.6.2).

8.5.8. Herstructurering van een noodlijdende vennootschap

Er dient een vrijstelling van de biedplicht te gelden bij controleverwerving door herstructurering van een noodlijdende vennootschap.⁹³ Zonder een dergelijke vrijstelling zal een reddingsoperatie in veel gevallen niet kunnen plaatsvinden. Een reddende vennootschap die een controlerend belang wenst te verwerven, zal vaak niet in staat of bereid zijn om een bod op alle effecten uit te brengen. Hij zal zich dan terugtrekken, met als mogelijk gevolg het faillissement van de vennootschap.⁹⁴ Een ander voorbeeld is de obligatiehouder die wordt gevraagd om zijn schuld om te zetten in aandelenkapitaal, hetgeen vanwege de lage waarde van de bestaande aandelen tot gevolg kan hebben dat hij de controle verwerft. Indien hierdoor een biedplicht ontstaat, zal hij waarschijnlijk niet meewerken aan conversie. Tot slot noem ik het geval dat een bank de controle verwerft door een tegenvallende vraag bij een door haar gegarandeerde emissie van een noodlijdende vennootschap (§ 8.6.5 sub d). Het streven naar een evenredige verdeling van de controlepremie en het voorkomen van machtsmisbruik (§ 2.5) moet in deze noodgevallen wijken voor het belang van de continuïteit van de vennootschap. Dit is gerechtvaardigd, omdat door de herstructurering ook de belangen van de resterende effectenhouders worden beschermd. Gelet hierop is deze vrijstelling mijns inziens geoorloofd volgens art. 4 lid 5 Richtlijn (zie § 3.6.2). Met de vrijstelling wordt aangesloten bij de meerderheid van de onderzoch-

88 § 36 bis 3 WpÜG, waarover Lenz/Linke (2002), p. 366; Meyer (2002), § 36 WpÜG, Rn. 13; Thaeter (2003), p. 129.

89 Art. 5-5-7(g) Règlement Général du CME, waarover Viandier (2003), nr. 1725-1727, Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 168.

90 Art. 49.1(c) Consob Regolamento 11971/1999, zie Diemer/Hasselbach (2000), p. 829; Juvara (2001), p. 342.

91 Art. 32 Abs. 2 lit a, waarover Daeniker (1998), p. 210; Von der Crone (1997), p. 569.

92 Aldus ook Oostenrijk, zie Zinser (2000), p. 577, Fuchs (2002), p. 152-153.

93 In gelijke zin Buijs (1999/1), p. 3-4; De Serière (2002), p. 507.

94 Buijs (1999/1), p. 3-4, merkt op dat toen DASA in Fokker participeerde, de verwachting bestond dat Fokker zou overleven. Hij neemt aan dat DASA toen niet bereid was – en financieel misschien zelfs niet in staat – alle aandelen Fokker over te nemen. Zonder participatie was Fokker tot ondergang gedoemd. Met andere woorden: een uitstapmogelijkheid voor overblijvende aandeelhouders dankzij een verplicht bod, beschermt hen tegen beklemming, maar vergroot de kans dat ze onbeklemd aandeelhouders blijken te zijn in een failliete vennootschap.

te landen (Verenigd Koninkrijk⁹⁵, Duitsland⁹⁶, Frankrijk⁹⁷, Italië⁹⁸, Spanje⁹⁹ en Zwitserland¹⁰⁰)¹⁰¹, hetgeen bijdraagt aan de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Gelet op het belang van een snelle besluitvorming en het gevaar van vertraging door tegenstrijdige belangen van effectenhouders, acht ik de mogelijkheid om via de dispensatieprocedure (§ 8.4) van de resterende effectenhouders ontheffing van de biedplicht te krijgen geen volwaardig alternatief.¹⁰²

Ik bepleit de volgende regeling, zie art. 11b lid 1 sub f (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995. Er geldt een vrijstelling indien de controle wordt verkregen in het kader van een herstructurering van een vennootschap die in ernstige financiële moeilijkheden verkeert. De algemene omschrijving 'ernstige financiële moeilijkheden' heeft mijn voorkeur boven een concreet en afgebakend begrip of een limitatieve opsomming van gevallen, omdat financiële noodsituaties zich lastig vooraf laten definiëren. Vennootschappen met bijvoorbeeld een slechte vermogenstoestand bevinden zich niet per definitie in ernstige financiële moeilijkheden.¹⁰³ Aansluiting bij het criterium van art. 2:108a BW (AvA bij daling van eigen vermogen tot een bedrag gelijk aan of lager dan de helft van het gestorte en opgevraagde deel van het kapitaal) acht ik dan ook niet gewenst. De vrijstelling is slechts van toepassing bij 'ernstige' moeilijkheden, die een bedreiging vormen voor de continuïteit van de vennootschap. Bij financiële moeilijkheden die niet als ernstig kwalificeren, geldt er geen vrijstelling maar bestaat de mogelijkheid om van de wettelijke minimumvergoeding af te wijken (§ 9.6.4). Niet wenselijk acht ik om de vrijstelling, zoals in Spanje, te beperken tot het geval dat de vennootschap failliet is verklaard, omdat een dergelijke situatie juist moet worden voorkomen. Het begrip 'herstructurering' moet ruim worden uitgelegd. Hieronder vallen niet alleen reddingsparticipaties die plaatsvinden door uitgifte van nieuwe effecten, maar ook op andere reddingsacties, zoals afstempeling,

95 Note 3 on dispensations from Rule 9 City Code, zie Weinberg/Blank, § 4-8058 (1999); Pearson/Adams (2003), p. 144-145.

96 § 9 WpÜG-Angebotsverordnung, zie Steinmeyer/Häger (2002), § 37 WpÜG, Rn. 20; Meyer (2002), § 37 WpÜG, Rn. 28; Thaefer (2003), p. 131

97 Art. 5-5-7(b) Règlement Général du CMF, volgens welk de AvA met de vrijstelling moet instemmen, zie Vlandier (2003), nr. 1708-1711, Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 167

98 Art. 106.5(a) Decreto Legislativo 58/1999 jo. art. 49.1(b) Consob Regolamento 11971/1999, zie Diemer/Hasselbach (2000), p. 829; Juvara (2001), p. 341-342.

99 Art. 4(e) Real Decreto 1197/1991, zie Uriá & Menéndez (2003), p. 6-7.

100 Art. 32 Abs. 2 lit. e BEHG jo. Art. 33 Abs. 1 lit. a Börsenverordnung der EBK, waarover Köpfli (2000), p. 193, 198-199, Bernet (1998), p. 225; Daeniker (1998), p. 209-211

101 Evenzo Oostenrijk, waarover Fuchs (2002), p. 152-153, Zinser (2000), p. 577. Zie over België, dat een vrijstelling moet ontberen: Geens (2000), p. 519-520.

102 Het gevaar van vertraging bij de 'whitewash-procedure' was ook in het Verenigd Koninkrijk een overweging om te voorzien in een aparte vrijstelling, zie Pearson/Adams (2003), p. 145.

103 Een voorbeeld hiervan is Numico dat begin 2004 een negatief eigen vermogen had van circa € 450 mln. maar zonder problemen de bedrijfsvoering kon voorzetten, zie Bartjens (2004).

inkoop van aandelen of conversie van obligaties in aandelen¹⁰⁴. De begrippen 'ernstige financiële moeilijkheden' en 'herstructurering' kunnen nader worden uitgewerkt in de toelichting. Voorts kan de AFM in de beleidsregel inzake het verplicht bod (§ 5.8) een verdere uitleg geven. Indien over de vrijstellingsregeling onduidelijkheid of discussie bestaat, kan aan de AFM een declaratoire beschikking worden gevraagd (§ 10.5.2).

8.5.9. *Gelijktijdige controleverwervingen*

Indien verschillende personen gelijktijdig de controle verwerven, is het niet noodzakelijk dat elk van hen een verplicht bod uitbrengt.¹⁰⁵ Door één bod kan een adequate exit worden geboden.¹⁰⁶ Gelijktijdige controleverwerving kan zich onder meer voordoen indien verschillende personen op hetzelfde moment onderhands een controlerend pakket verwerven, bij uitgifte van aandelen (§ 8.6.5), bij fusie of splitsing (§ 8.6.1) en indien effectenhouders met elkaar in overeenstemming gaan handelen of een van de leden van de samenwerkende groep zijn belang verhoogt (§ 7.5 en § 8.6.10). De Richtlijn houdt geen rekening met de situatie dat er meerdere controlerende effectenhouders zijn. Volgens de tekst van art. 5 lid 1 Richtlijn moeten alle controlerende effectenhouders een verplicht bod uitbrengen.¹⁰⁷ Gelet op de strekking van de Richtlijn (§ 3.4) en gezien art. 4 lid 5 Richtlijn (§ 3.6.2), lijkt het echter geoorloofd dat wordt volstaan met één bod.

Naar mijn oordeel dient het verplicht bod, zoals in Duitsland¹⁰⁸ en Italië¹⁰⁹, te worden uitgebracht door de effectenhouder met het grootste belang, dat wil zeggen door degene die de meeste stemrechten kan uitoefenen.¹¹⁰ Dit is redelijk en leidt tot een heldere regeling. Dit betekent dat de overige controlerende effectenhouders moeten worden vrijgesteld van de biedplicht, zie 11b lid 1 sub g (proeve) Vrijstellings-

104 Men denke aan de overname van het noodlijdende UPC UnitedGlobalCom (Liberty Media) bracht een openbaar bod uit op de obligaties van UPC en werd door conversie van de aldus verworven schuldpapieren 67%-aandeelhouder, zie Nieuwe Weme (2001), p. 512. Overigens bracht UGC nadien een vrijwillig bod uit op de resterende aandelen.

105 Enzo Thaeter (2003), p. 127 Anders Van Olfen (2000), p. 42

106 In Zwitserland is de groep als zodanig biedplichtig, zie Mitteilung Nr 2 der UEK vom 21. Juli 1997, aant. II.1; Art 32 Abs. 2 lit. a BEHG; Köpfl (2000), p. 188-190, Bernet (1998), p. 227.

107 Anders Hymans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 55, die menen dat de biedplicht niet rust op de 'persons acting in concert' en daarmee miskennen dat in het systeem van art 5 lid 1 Richtlijn alle betrokken effectenhouders deel uitmaken van deze groep.

108 § 9 WpÜG-Angebotsverordnung, zie Altmeyers (2001), p. 1082, Strothmann (2001), p. 5, Thaeter (2003), p. 127, 132.

109 Art. 49.1(a) Consob Regolamento 11971/1999, waarover Diemer/Hasselbach (2000), p. 829; Juvara (2001), p. 341.

110 Voor het geval dat twee of meer personen evenveel stemrechten kunnen uitoefenen, kan worden bepaald dat de biedplicht rust op de persoon met bijvoorbeeld het grootste eigen vermogen of kapitaal. Bij rechtspersonen kan hiervoor worden aangesloten bij de laatste gepubliceerde jaarrekening.

regeling Wte 1995. Indien de grootste controlerend effectenhouder zijn belang in de gratieperiode (§ 8.3) afbouwt tot onder de biedgrens of is vrijgesteld van de biedplicht, gaat de verplichting over op degene die dan het grootste belang houdt respectievelijk de tweede in rang.

Niet wenselijk acht ik een bijzondere regel voor controleverwerving bij handelen in onderlinge overeenstemming, zoals die in het Verenigd Koninkrijk geldt¹¹¹, inhoudende dat het bod wordt uitgebracht door degene door wiens verwerving de biedplicht wordt geactiveerd. Allereerst kan dit leiden tot de onredelijke situatie dat een effectenhouder met een gering belang (bijvoorbeeld 1%) een verplicht bod moet uitbrengen. Voorts wordt hiermee niet voorzien in het geval dat de controle wordt verkregen zonder handelen van één of meer van de samenwerkende effectenhouders, bijvoorbeeld door inkoop door de doelvennootschap.

8.5.10. Controleverwerving door handelen in overeenstemming met een controlerend effectenhouder

Een biedplicht is overbodig indien de controle wordt verkregen door in overeenstemming te gaan handelen (§ 7.5) met een effectenhouder die reeds een controlerend belang heeft. De resterende effectenhouders is immers al een uitstapmogelijkheid geboden op het moment dat deze controlerend effectenhouder de controle verkreeg, terwijl door de samenwerking geen onevenredige verdeling van de controlepremie plaatsvindt of een gevaar van machtsmisbruik ontstaat (§ 2.5). Dit is ook de reden waarom de Richtlijn mijns inziens een vrijstelling toestaat (§ 3.6.2). Ingevolge de door mij voorgestane regeling geldt er derhalve in zulk een situatie, evenals in Frankrijk¹¹², geen biedplicht; zie art. 11b lid 1 sub h (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995. Overwogen kan worden om, zoals in Frankrijk, wel tot een bod te verplichten indien de kleine effectenhouder een dominante positie verwerft binnen de in overeenstemming handelende groep.

8.5.11. Verkrijging van indirecte controle wegens controleverwerving door een dochtervennootschap

In de door mij voorgestane verplicht bod-regeling ontstaat er mede een biedplicht indien indirecte controle wordt verkregen ('chain principle', zie § 7.6). Hiervan is ook sprake in het bijzondere geval dat een vennootschap waarin een controlerend belang wordt gehouden (vaak een dochtervennootschap) de controle verwerft in een

111 Volgens Rule 9.1 City Code rust de biedplicht in beginsel op de persoon door wiens verwerving de biedgrens wordt overschreden, maar kan de toezichthouder (Panel) ingevolge Rule 9.2 City Code bepalen dat het bod wordt uitgebracht door 'the principal member' van de groep personen die in overeenstemming handelt, zie Weinberg/Blank, § 4-8017 (1999); Stedman (1993), p. 195

112 Art. 5-5-5(a) Règlement Général du CMF, zie Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 167

derde vennootschap. In deze situatie is het echter onnodig dat zowel de dochtervennootschap als de bovengeschiedte vennootschap (de moedervennootschap) een verplicht bod uitbrengt. Met één bod wordt een adequate exit geboden. In mijn regeling behoeft daarom slechts de dochtervennootschap een bod uit te brengen en zijn de overige vennootschappen vrijgesteld.¹¹³ Zie art. 11b lid 1 sub i (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995. De Richtlijn biedt ruimte voor deze vrijstelling (§ 3.6.2).

8.5.12. Vergroting, verkleining of wijziging van de samenstelling van het vrijgestelde pakket

Het vergroten of verkleinen van het vrijgestelde controlerend belang dient er naar mijn oordeel niet toe te leiden dat de vrijstelling vervalt en alsnog een verplicht bod moet worden uitgebracht.¹¹⁴ Hetzelfde geldt voor een wijziging van de samenstelling van het vrijgestelde pakket die geen vergroting of verkleining van het belang tot gevolg heeft.¹¹⁵ De vrijstellingen zijn van toepassing ongeacht de omvang en samenstelling van het controlerend belang. Gelet hierop zou het onlogisch zijn om de vrijstelling te laten vervallen bij een latere wijziging van het belang.^{116,117} Daarbij leidt de wijziging niet tot een onevenredige verdeling van de controlepremie of een gevaar van machtsmisbruik (§ 2.5). Slechts indien sprake is van een vergroting waardoor een gekwalificeerde meerderheid wordt verkregen, zou kunnen worden betoogd dat het gevaar van machtsmisbruik toeneemt. Deze toename acht ik echter onvoldoende

113 Als Schuitema de controle verwerft in Laurus, verwerft Ahold indirect de controle in Laurus. In dat geval dient Schuitema een bod uit te brengen en is Ahold daarvan vrijgesteld

114 Evenzo De Kluiver (1998/1), p. 256. Anders Euronext (2002), p. 21; VEB (2002), p. 15-16; SCGOP (2002), p. 6; VEUE (2002), p. 10; Oppelaar/Banz (2002), p. 16-19; Van Spengler (1992), p. 23-24, die allen een biedplicht bepleiten bij uitbreiding van het vrijgestelde belang.

115 Men denke aan het geval dat de controlerend effectenhouder bij een claimemissie pro rata aandelen neemt teneinde verwatering te voorkomen, waardoor alleen de samenstelling van zijn pakket wijzigt en niet het aantal stemrechten dat aan het pakket is verbonden. Een ander voorbeeld is de situatie dat de controlerend effectenhouder gewone aandelen verkoopt en daarvoor in de plaats preferente aandelen koopt. In dit verband kan worden genoemd de situatie zoals die bij Aegon bestond. De Vereniging Aegon had circa 54% van de stemrechten in Aegon (circa 35% van de gewone aandelen, aangevuld met preferente aandelen). Door Aegon verrichte overnames werden soms mede gefinancierd met gewone aandelen van de Vereniging, in welk geval het gevaar dreigde dat de Vereniging onder de 50%-grens zou zakken. Aegon plaatste dan preferente aandelen bij de Vereniging, zodat de Vereniging met de gewone aandelen en de preferente aandelen tezamen toch de meerderheid van de stemrechten behield

116 Stel dat bij inwerkingtreding van de verplicht bod-regeling een houder van een 60%-belang is vrijgesteld van de biedplicht (§ 8.5.1). Indien hij zijn belang nadien verhoogt tot 70% moet dat geen gevolgen hebben. Hij zou immers bij inwerkingtreding van de verplicht bod-regeling ook zijn vrijgesteld indien hij op dat moment reeds over een 70%-belang beschikte

117 Een ander voorbeeld. Een controlerend effectenhouder die een 70%-belang heeft verkregen door een vrijwillig bod en daarom is vrijgesteld van de biedplicht (§ 8.5.3), bouwt zijn belang verder uit naar 80%. De effectenhouders is een exit geboden door het vrijwillig bod. Waarom zou hen wederom een exit moeten worden geboden?

grond voor een biedplicht. Ten aanzien van de vrijstelling van de biedplicht bij controleverwerving door een vrijwillig bod (§ 8.5.3) geldt als extra argument dat de effectenhouders rekening moesten houden met de mogelijkheid dat de bieder door het bod een gekwalificeerde meerderheid zou verkrijgen. Voorts geldt inzake deze vrijstelling en de vrijstelling van de initiële beursnotering (§ 8.5.2) en de herstructurering (§ 8.5.7 en § 8.5.8) dat het ontstaan van een biedplicht de vrijstellingsregeling veel minder aantrekkelijk zou maken. Degene die aldus een controlerend belang heeft verkregen zal zijn belang bijvoorbeeld niet kunnen uitbreiden, tenzij hij een bod doet op alle effecten. Ten aanzien van een verkleining van het belang en een wijziging in de samenstelling van het pakket is een bijkomend argument dat de effectenhouders nimmer in een nadeliger positie zullen geraken. Bovendien zal de regel inhoudende dat verkoop tot een biedplicht leidt, het ongewenste gevolg hebben dat de controlerend effectenhouder zijn pakket niet langzaam kan afbouwen maar in één keer een zodanig deel van zijn pakket moet verkopen dat hij onder de biedgrens valt. In de onderzochte landen leiden genoemde omstandigheden evenmin tot het vervallen van vrijstellingen. Afwijking hiervan zou de internationale herkenbaarheid van de Nederlandse regel en de Nederlandse concurrentiepositie verminderen (§ 2.2.3). De Richtlijn bevat ook geen voorschriften ter zake.¹¹⁸

Het voorgaande geldt niet indien de controlerend effectenhouder het vrijgestelde belang afbouwt tot onder de biedgrens en deze grens vervolgens weer overschrijdt. In dat geval verwerft hij wederom de controle en dient hij een bod uit te brengen, tenzij er opnieuw een vrijstelling van toepassing is.¹¹⁹

8.5.13. Vermelding van de vrijstelling in de jaarstukken

Ingevolge de door mij voorgestane regeling wordt een toepasselijke vrijstelling (§ 8.5.1 e.v.) vermeld in de jaarstukken van de doelvennootschap. Hiertoe wordt door het bestuur een mededeling toegevoegd aan de jaarrekening en het jaarverslag (art. 2:392 BW, 'overige gegevens'). De mededeling wordt opgenomen zolang de desbetreffende effectenhouder een vrijgesteld controlerend belang in de vennootschap houdt. Zie art. 11b lid 2 (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995. Deze informatieplicht draagt bij aan de transparantie van de vennootschap, waaronder haar effectenhoudersbestand. Vgl. ook art. 10 lid 1 sub a Richtlijn en § 8.4.

118 Anders Timmerman (1998), p. 115, De Rooy (2000), p. 33, die van oordeel zijn dat de vrijstelling voor bestaande situaties (§ 8.5.1) vervalt, indien de controlerend effectenhouder zijn belang uitbreidt. Volgens Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 69-70, vervalt de vrijstelling voor bestaande situaties en de vrijstelling voor controleverwerving door een vrijwillig bod (§ 8.5.3) bij een vergroting van het belang, maar heeft een verkleining van het belang geen consequenties. Vgl. ook Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 498-499.

119 Vgl. ook de Zwitserse regeling, volgens welke de vrijstelling voor bestaande situaties vervalt indien de controlerend effectenhouder zijn belang aldus afbouwt dat hij minder dan 50% van het aandelenkapitaal houdt en deze grens vervolgens weer overschrijdt, Art. 31 Börsenverordnung der EBK.

8.6. Gevallen waarvoor geen vrijstelling moet gelden

8.6.1. Juridische fusie; juridische splitsing

Anders dan in Frankrijk¹²⁰, België¹²¹ en Italië^{122,123} dient er geen vrijstelling van de biedplicht te gelden bij controleverwerving door juridische fusie¹²⁴ of splitsing^{125,126} (art. 2:308 e.v. BW).¹²⁷ Ook door deze vormen van controleverwerving ontstaat er immers een gevaar van machtsmisbruik (§ 2.5). Daarom staat de Richtlijn een vrijstelling ook niet toe (§ 3.6.2).¹²⁸ Daarbij zou een vrijstelling de mogelijkheid bieden om de biedplicht te ontwijken (§ 8.2). Indien de aldus ontstane biedplicht onwenselijk wordt geacht, kan de controlerend effectenhouder zich hiervan bevrijden door zijn belang in de gratieperiode af te bouwen tot onder de bieddrempel (§ 8.3) of door aan de AvA van de doelvennootschap dispensatie te vragen (§ 8.4).

8.6.2. Gemeenschap

In de door mij voorgestane verplicht bod-regeling wordt een controlerend belang dat behoort tot een gemeenschap, volledig toegerekend aan elk van de deelgenoten

120 Art 5-5-7(c)-(d) Règlement Général du CMF, waarover Viandier (2003), nr 1708-1716.

121 Nelissen-Grade (1997), p. 129-130.

122 Art 106 1(e) Decreto Legislativo 58/1998 jo art 49.1(f) Consob Regolamento 11971/1999, zie Juvara (2001), p. 342.

123 Zie voor de mogelijkheid om in Duitsland bij controleverwerving door fusie ingevolge § 37 Abs. 1 WpÜG ontheffing te vragen bij de toezichthouder (BaFin): Lenz/Linke (2002), p. 367-368; Technau (2002). Zie voor de oude regeling Wirth/Weiler (1998), p. 119-120.

124 Men denke aan een fusie tussen twee 20%-aandeelhouders (uitgaande van een biedgrens van 30%, § 7.4.2) of een fusie tussen de bieder en de doelvennootschap als gevolg waarvan een grootaandeelhouder van de doelvennootschap de controle verwerft in de bieder ('reverse takeover'). Een voorbeeld van dit laatste is het openbaar bod van Multihouse op KSI International dat werd gevolgd door een juridische fusie tussen beide vennootschappen, als gevolg waarvan Centric Holding ongeveer 60% van het uitstaande kapitaal in de bieder ging houden, zie Multihouse/KSI-biedingsbericht (2001), p. 9.

125 Een voorbeeld hiervan is het geval dat NV A, die een 70%-belang heeft in NV X, aldus wordt gesplitst dat haar vermogen wordt verkregen door NV B en NV C die daardoor elk een 35%-belang gaan houden in NV X.

126 Als na de splitsing de controle wordt gehouden door een persoon die reeds de controle hield in de gesplitste vennootschap, is er geen biedplicht omdat van controleverwerving geen sprake is. Een voorbeeld is de splitsing van PTT, waardoor de overheid een controlerend belang ging houden in KPN en TPG.

127 Door de respondenten inzake het Consultatiedocument verplicht bod (2002) wordt evenmin een vrijstelling voor deze gevallen bepleit, zie Nieuwe Weme (2002/1), p. 210-211.

128 Anders art 4 lid 2 quater Richtlijnvoorstel 1990, op grond waarvan een vrijstelling gold (sub b) indien de controlerend effectenhouder zich verbindt juridisch te fuseren met de doelvennootschap en (sub c) de controleverwerving het gevolg is van een juridische splitsing. De gedachte hierbij was dat de aandeelhouders reeds door de fusie- en splitsingsregels worden beschermd. Hiermee werd echter miskend dat deze bescherming slechts betrekking heeft op het fusie- en splitsingsproces en – anders dan de biedplicht – niet op de situatie nadien.

(§ 7.5).¹²⁹ Hierdoor, en om de redenen genoemd in § 8.6.1, dient er geen vrijstelling te gelden voor controleverwerving door het ontstaan van, of de inbreng in, een gemeenschap.¹³⁰ Men denke (bij een 30%-bieddrempel, § 7.4.2) aan het geval dat twee 20%-aandeelhouders hun belang inbrengen in een op te richten VOF of een huwelijk aangaan (art. 1:93-94 BW). Omdat het controlerend belang van de gemeenschap aan de deelgenoten wordt toegerekend, kan de verdeling van de gemeenschap geen controleverwerving tot gevolg hebben.¹³¹ Een vrijstelling is daarom, anders dan in Duitsland¹³² en Zwitserland¹³³, niet aan de orde.

8.6.3. Erfopvolging; schenking; verwerving van een familielid

Verdedigd wordt dat er, zoals in verschillende onderzochte landen, een vrijstelling moet gelden voor het verwerven van de controle door verkrijging van effecten krachtens erfrecht of schenking (Duitsland¹³⁴, Frankrijk¹³⁵ en Zwitserland¹³⁶) dan wel door het anderszins verkrijgen van effecten van een familielid.^{137,138} Ik acht zulk een vrijstelling ongewenst. Allereerst kan er ook door deze vormen van controleverwerving een gevaar van machtsmisbruik ontstaan (§ 2.5). Ik noem het geval dat door het overlijden van een controlerend aandeelhouder met een goede reputatie het controlerend belang overgaat op een zoon die in het verleden meerdere malen minderheidsaandeelhouders heeft benadeeld. Een soortgelijke situatie kan zich ook voordoen bij schenking of het anderszins verwerven van effecten van een familielid. Voorts kan er bij aankoop van effecten van een familielid sprake zijn van een onevenredige verdeling van de controlepremie (§ 2.5). Gelet hierop staat de Richtlijn naar mijn oordeel een vrijstelling ook niet toe (§ 3.6.2). Het argument dat de nieuwe controlerend effectenhouder door de biedplicht buiten zijn schuld in financieringsproblemen kan geraken, overtuigt niet. De controlerend effectenhouder kan immers in de door mij voor-

129 De twee deelgenoten van een gemeenschap waartoe een 30%-belang behoort, worden dus geacht beiden een 30%-belang te hebben (ook indien slechts één van de deelgenoten bestuursbevoegd is).

130 Geen van de respondenten inzake het Consultatiedocument verplicht bod (2002) bepleit een dergelijke vrijstelling, zie Nieuwe Weme (2002/1), p. 210-211.

131 Vgl. ook Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1998), p. 4; Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 171.

132 § 36 Abs. 1 WpÜG, zie Meyer (2002), § 36 WpÜG, Rn. 11; Hommelhoff/Witt (2002), § 36, Rn. 17.

133 Art. 32 Abs. 3 BEHG, zie Von der Crone (1997), p. 56.

134 § 36 Abs. 1 WpÜG en § 9 WpÜG-Angebotsverordnung, waarover Meyer (2002), § 36 WpÜG, Rn. 9-11; Steinmeyer/Häger (2002), § 36 WpÜG, Rn. 11 e.v.; Thaeter (2003), p. 128 e.v.

135 Art. 5-5-7(a) Règlement Général du CMF, zie Viandier (2003), nr. 1703-1705, Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 167.

136 Art. 32 Abs. 3 BEHG, waarover Köpflü (2000), p. 144-146; Bernet (1998), p. 224; Von der Crone (1997), p. 56.

137 Oostenrijk, zie Zinser (2000), p. 576; Fuchs (2002), p. 152-153.

138 In deze zin Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 5, Wymeersch (1992/1), p. 87; De Serièr (2002), p. 507; Oppelaar/Banz (2002), p. 17; Euronext (2002), p. 6; VEB (2002), p. 15-16; VNO-NCW (2002), p. 12.

gestane regeling aan de AvA van de doelvennootschap dispensatie van de biedplicht vragen (§ 8.4). Indien hij deze vrijstelling niet krijgt, kan hij zijn belang in de gratieperiode afbouwen tot onder de biedgrens (§ 8.3). Mocht hij toch een bod uitbrengen dan zijn er verschillende mogelijkheden om de financieringsproblemen op te lossen, althans te verminderen, bijvoorbeeld door een herplaatsing, een keuzebod (contanten of put-optie) of een ruilbod (zie § 2.3.3 sub a en § 9.6). Overigens dient in de door mij voorgestelde regeling bij controleverwerving door erfopvolging of schenking als vergoeding slechts de gemiddelde beurskoers te worden geboden (§ 9.6.2 sub c). Hierdoor zullen de effectenhouders hun effecten in de regel niet in grote getale aanmelden, tenzij er een concrete dreiging van machtsmisbruik bestaat.

8.6.4. *Inkoop van aandelen; kapitaalvermindering*

Betoogd wordt dat er geen biedplicht moet gelden bij verkrijging van de controle door inkoop van aandelen (art. 2:98 BW) of kapitaalvermindering (intrekking van aandelen of vermindering van het nominale bedrag van aandelen, art. 2:99 BW), omdat aan deze vormen van controleverwerving geen actief handelen van de controlerend effectenhouder ten grondslag ligt.¹³⁹ Er is slechts sprake van een zgn. 'noemerwijziging'. Een dergelijke vrijstellingsregeling bestaat in het Verenigd Koninkrijk¹⁴⁰, Duitsland¹⁴¹, Frankrijk¹⁴² en Zwitserland^{143,144}. Inkoop en kapitaalvermindering zijn mijns inziens geen gronden voor een vrijstelling,¹⁴⁵ om de redenen vermeld in § 8.6.1. Het argument dat er een vrijstelling moet gelden omdat de AvA heeft ingestemd met de situatie door het bestuur te machtigen tot inkoop (art. 2:98 lid 4 BW) of omdat de AvA zelf heeft besloten tot kapitaalvermindering (art. 2:99 lid 1 BW), gaat alleen op in het bijzondere geval dat het desbetreffende besluit met algemene stemmen is genomen en overtuigt daarom niet. Bij een 51%-meerderheid heeft

139 Euronext (2002), p. 6, VEUO (2002), p. 9, VNO-NCW (2002), p. 12, De Serièrè (2002), p. 507; De Serièrè (2000), p. 108; Wymeersch (1992/1), p. 87.

140 Rule 37.1 City Code, volgens welke de toezichthouder (Panel) in de regel ontheffing van de biedplicht verleent indien de meerderheid van de onafhankelijke aandeelhouders toestemming heeft gegeven voor de inkoop of kapitaalvermindering ('whitewash-procedure', zie § 8.4). Vgl. ook Kenyon-Slade (2004), nr. 9.232 e.v.

141 § 9 WpÜG-Angebotsverordnung, zie Meyer (2002), § 37 WpÜG, Rn 30, Steinmeyer/Häger (2002), § 37 WpÜG, Rn 23.

142 Art. 5-5-7(e) Règlement Général du CMF, zie Viandier (2003), nr. 1717-1719; Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 168.

143 Art 32 Abs. 2 lit b BEHG, zie Köpflı (2000), p. 190-191; Bernet (1998), p. 227.

144 Vgl. ook art. 106.5(c) van het Italiaanse Decreto Legislativo 58/1998, op grond waarvan de toezichthouder (Consob) een regeling moet opstellen krachtens welke er geen biedplicht geldt indien de verkrijging van de controle niet het gevolg is van de wil van de controlerend aandeelhouder. In de betreffende uitvoeringsregeling, art. 49 Consob Regolamento 11971/1999, wordt echter geen vrijstelling verleend voor verwerving van de controle door inkoop of kapitaalvermindering.

145 Evenzo VEB (2002), p. 15; Oppelaar/Banz (2002), p. 16-17.

49% van de aandeelhouders niet met de inkoop of de kapitaalvermindering ingestemd.

8.6.5. Uitgifte van aandelen

a. Uitgifte met inachtneming voorkeursrecht

In verschillende landen (Verenigd Koninkrijk¹⁴⁶, Italië¹⁴⁷, België¹⁴⁸ en Zwitserland¹⁴⁹) geldt er een vrijstelling voor het geval de controle wordt verkregen door het nemen van effecten bij een uitgifte waarbij het voorkeursrecht in acht is genomen. Een vrijstelling zou kunnen worden bepleit met als argument dat er geen onevenredige verdeling van de controlepremie kan plaatsvinden (§ 2.5), omdat een mogelijk betaalde controlepremie niet ten goede komt aan enkele verkopende effectenhouders, maar aan de uitgevende vennootschap en daarmee aan alle effectenhouders.¹⁵⁰ Voorts zou kunnen worden betoogd dat de resterende effectenhouders door hun voorkeursrecht uit te oefenen kunnen voorkomen dat zij in een situatie geraken waarin machtsmisbruik dreigt door een controlerend effectenhouder. Omdat de effectenhouders deze mogelijkheid niet hebben benut, zou er geen reden zijn om hen door middel van de verplicht bod-regeling bescherming te bieden.¹⁵¹ Tot slot kan worden verdedigd dat de controlewijziging steunt op de wil van de AvA, die zelf heeft besloten tot de kapitaalverhoging of die een ander orgaan daartoe heeft gemachtigd.¹⁵²

Naar mijn oordeel verdient een vrijstelling geen aanbeveling. Weliswaar hebben de effectenhouders als groep de mogelijkheid om de controleverwerving te voorkomen, individuele effectenhouders zijn daartoe niet in staat. Een effectenhouder die in de AvA tegen de voorgenomen uitgifte heeft gestemd en gebruik heeft gemaakt van zijn voorkeursrecht, kan immers wel degelijk te maken krijgen met een controlerend effectenhouder. In dat geval dreigt er machtsmisbruik, wat reden is voor een biedplicht (§ 2.5). Gelet hierop staat de Richtlijn naar mijn oordeel een vrijstelling ook

146 De toezichthouder (Panel) verleent in de regel ontheffing van de biedplicht indien de meerderheid van de onafhankelijke aandeelhouders toestemming heeft gegeven voor de uitgifte ('whitewash-procedure', zie § 8.4).

147 Art. 49 1(d) Consob Regolamento 11971/1999, zie Juvara (2001), p. 342.

148 Art. 41, § 1 De Benedetti-KB, waarover Rombouts (2000), p. 407-409; Van Gerven (2000), p. 136, 145; Geens (2000), p. 522-523; Nelissen-Grade (1997), p. 127-129.

149 Art. 32 Abs. 2 lit. d BEHG, zie Köpflı (2000), p. 192-193, Bernet (1998), p. 227.

150 Vgl. Geens (2000), p. 522-523.

151 Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 54

152 In deze zin Byttebier (1993), p. 779. Bij het openbaar ruilbod van Tiscali op World Online verkreeg een grootaandeelhouder van Tiscali de controle in Tiscali. De Italiaanse toezichthouder verleende ontheffing van de biedplicht, omdat de AvA van Tiscali tot de uitgifte had besloten en daarmee impliciet had ingestemd met de situatie die daardoor zou ontstaan. Zie Tiscali/World Online-biedingsbericht (2000), p. 14 en 100; Consob Newsletter 2000/45

niet toe (§ 3.6.2).¹⁵³ Niet overtuigend acht ik het argument dat het mogelijk is dat een effectenhouder door financiële problemen geen gebruik kan maken van zijn voorkeursrecht, omdat deze financiële beperkingen voor risico van de effectenhouder zelf zijn. Voorts kan tegen de vrijstelling worden aangevoerd dat de effectenhouder die door het nemen van effecten teneinde zijn eigen procentuele belang op peil te houden onverwachts en ongewild de controle verwerft, zich ingevolge de door mij voorgestane verplicht bod-regeling van de biedplicht kan bevrijden door zijn belang in de gratieperiode af te bouwen tot onder de biedgrens (§ 8.3).

b. Uitgifte zonder inachtneming voorkeursrecht

Verdedigd zou kunnen worden dat er wel een vrijstelling dient te gelden voor het geval de uitgifte plaatsvindt in het kader van een overname die tot gevolg heeft dat een effectenhouder van de verworven vennootschap de controle verkrijgt in de overnemende vennootschap ('reverse takeover').¹⁵⁴ De rechtvaardiging van deze vrijstelling zou kunnen zijn dat een biedplicht dergelijke overnames, die vanuit economisch oogpunt gewenst kunnen zijn, in de weg staat.¹⁵⁵ Dit belang zou dan zwaarder moeten wegen dan het belang van de bescherming tegen machtsmisbruik. Hoewel voor zulk een vrijstelling veel valt te zeggen, heeft het mijn voorkeur om hiervoor geen algemene regeling in de wet op te nemen, maar voornoemde afweging per geval te laten maken door de effectenhouders in de dispensatieprocedure (§ 8.4). Daarbij zou een vrijstelling ook niet zijn geoorloofd volgens de Richtlijn (§ 3.6.2).

c. Keuzedividend; stockdividend

Bij keuzedividend kan de effectenhouder die voor aandelen kiest de controle verwerven als een of meer andere effectenhouders voor contanten kiezen. Betoogd wordt dat voor dergelijke situaties, zoals in Zwitserland¹⁵⁶, een vrijstelling dient te gelden, omdat degene die de controle verwerft daaraan geen schuld heeft en de andere effectenhouders hadden kunnen voorkomen dat er een controlerend effectenhouder zou

153 Evenzo, maar twijfelend, Van Gerven (2000), p. 145. Vgl. ook Hymans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 54. Anders art. 4 lid 2 quater sub g Richtlijnvoorstel 1990.

154 Men denke aan een uitgifte zonder inachtneming van het voorkeursrecht aan de 100%-aandeelhouder van de te verwerven vennootschap of aan een openbaar keuzebod waarbij de kleine aandeelhouders contanten verkiezen en de grootaandeelhouder voor aandelen kiest. Zie ook het in § 8.6.5 sub a genoemde ruilbod van Tiscali op World Online en voorts Panel Statement (2002/20).

155 Bij Tiscali/World Online is daarom op voorhand aan de Consob om een opinie verzocht inzake de vraag of er door het bod een biedplicht zou ontstaan. Omdat de opinie niet voor het uitbrengen van het biedingsbericht was afgegeven, was een voorwaarde voor gestanddoening van het bod dat de Consob heeft verklaard dat er geen biedplicht is. Zie Tiscali/World Online-biedingsbericht (2000), p. 100.

156 Art. 32 Abs. 2 lit. d BEHG, zie Daeniker (1998), p. 211; Köpfli (2000), p. 192.

ontstaan, namelijk door ook voor aandelen te kiezen.¹⁵⁷ Om de redenen vermeld in § 8.6.5 sub a ten aanzien van een controleverwerving bij een uitgifte met inachtneming van het voorkeursrecht, acht ik een dergelijke vrijstelling ongewenst.

d. Underwriting

Niet ongebruikelijk is dat de banken die betrokken zijn bij een beursgang of een emissie, het risico van het niet welslagen van de plaatsing overnemen (underwriting). Dit geschiedt doordat de banken zich garant stellen voor de plaatsing van de uit te geven effecten (gegarandeerde emissie) dan wel doordat zij de uit te geven effecten overnemen en deze voor eigen rekening en risico aanbieden (overgenomen emissie).¹⁵⁸ Bij een tegenvallende vraag kan dit ertoe leiden dat er effecten 'op de plank blijven liggen' en een bank daardoor ongewild een controlerend belang verwerft. De bank heeft in dat geval een biedplicht, hetgeen ongewenst is. Teneinde deze praktijk mogelijk te houden, kan worden overwogen om voor dergelijke gevallen vrijstelling te verlenen.¹⁵⁹ Aldus bijvoorbeeld de Zwitserse verplicht bod-regeling, die daarbij als eis stelt dat de bank het belang binnen drie maanden afbouwt tot onder de biedgrens.¹⁶⁰

Ik acht een vrijstelling niet wenselijk. Hoewel geen sprake zal zijn van een onevenredige verdeling van de controlepremie, ontstaat er wel degelijk een gevaar van machtsmisbruik (§ 2.5), vooral indien de bank zijn belang voor langere tijd aanhoudt. Om die reden zal een vrijstelling ook niet kunnen worden gebaseerd op art. 4 lid 5 Richtlijn (zie § 3.6.2). Daarbij is een vrijstelling in de door mij voorgestane regeling niet noodzakelijk, omdat de bank zich van de biedplicht kan bevrijden door zijn belang binnen de gratieperiode tot onder de biedgrens af te bouwen (§ 8.3). Het argument dat een dergelijke gedwongen verkoop van een groot pakket op korte termijn bezwaarlijk is omdat hierdoor geen goede prijs kan worden verkregen, overtuigt niet. Een bank zal slechts zelden een belang verkrijgen dat de 30%-biiddrempel (§ 7.4.2) aanzienlijk overschrijdt. Mocht dit anders zijn, dan kan aan de AFM verlenging van de gratieperiode worden gevraagd (§ 10.5.1 sub d) of kan het belang tijdelijk ten titel van beheer bij een derde worden geplaatst (§ 8.5.5). Indien de controleverwerving door underwriting plaatsvindt in het kader van een herstructurering van een noodlijdende vennootschap, geldt op die grond een vrijstelling van de biedplicht (§ 8.5.8).¹⁶¹

157 Raaijmakers (1999), p. 295; De Serière (2002), p. 507.

158 Zie nader De Rooy (2003), p. 10-11, Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 138

159 De Serière (2002), p. 507.

160 Art. 33 Abs. 1 lit. b Börsenverordnung der EBK, waarover Bernet (1998), p. 225-226, Köpfl (2000), p. 199; Daeniker (1998), p. 210.

161 De redding van Hagemeyer geschiedde door een door ABN Amro en andere banken gegarandeerde aandelenemissie die bij geringe vraag ertoe kon leiden dat de banken een controlerend belang zouden verwerven, zie HFD (2003/2); Zevenbergen (2004).

8.6.6. *Management buy-out of buy-in*

Een verplicht bod-regeling kan een management buy-out of buy-in in de weg staan, namelijk indien het bestuur of de externe kapitaalverschaffer een belang wil verwerven dat de biiddrempel overschrijdt (§ 2.3.2 sub d). Om dergelijke transacties niet te belemmeren kan worden overwogen om hiervoor vrijstelling te verlenen. Gezien de strekking van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling (§ 2.5) acht ik zulk een vrijstelling niet gewenst. Allereerst kan er sprake zijn van een onevenredige verdeling van de controlepremie, namelijk indien de controleverwerving plaatsvindt op een andere wijze dan het nemen van aandelen bij uitgifte. Voorts bestaat er juist hier een gevaar van machtsmisbruik, omdat het bestuur en de controle in de AvA in één hand zijn. Gelet hierop zal een vrijstelling ook niet zijn geoorloofd volgens art. 4 lid 5 Richtlijn (§ 3.6.2). Indien de effectenhouders deze bezwaren niet delen kunnen zij de controlerend effectenhouder via de dispensatieprocedure (§ 8.4) ontheffen van de biedplicht. De verplicht bod-regelingen van de onderzochte landen kennen evenmin een vrijstelling. Overigens geldt er volgens de door mij voorgestane verplicht bod-regeling wel een vrijstelling indien de management buy-out of buy-in plaatsvindt door middel van een openbaar bod (§ 8.5.3).

8.6.7. *Uitoefening of conversie van een recht op effecten*

Controleverwerving door uitoefening of conversie van een recht op effecten dient, anders dan in het Verenigd Koninkrijk¹⁶² en Italië¹⁶³, naar mijn oordeel niet te worden vrijgesteld van de biedplicht. Ook in dit geval ontstaat immers het gevaar dat de controlerend effectenhouder zijn macht misbruikt (§ 2.5). Om deze reden staat de Richtlijn een vrijstelling evenmin toe (§ 3.6.2).¹⁶⁴

8.6.8. *Toekennen van stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik*

Anders dan bij het toekennen van stemrecht bij vestiging van pandrecht waar een vrijstelling wenselijk is om de bestaande praktijk niet onnodig te belemmeren (§ 8.5.6), zie ik geen reden voor een vrijstelling voor het geval de controle wordt verkregen door het toekennen van stemrecht bij het vestigen van vruchtgebruik.¹⁶⁵ De

162 De toezichthouder (Panel) verleent in de regel ontheffing van de biedplicht indien de meerderheid van de onafhankelijke aandeelhouders indertijd toestemming heeft gegeven voor de toekenning van deze rechten ('whitewash-procedure', zie § 8.4).

163 Art. 49.1(d) Consob Regolamento 11971/1999, zie Diemer/Hasselbach (2000), p. 829; Juvara (2001), p. 342.

164 Ter verduidelijking was in art. 3 lid 1 Richtlijnvoorstel 1997 vermeld dat er ook een biedplicht ontstaat bij controleverwerving door 'uitgestelde verwerving' van effecten, zie COM (97) 565 def., p. 3. Vgl. ook Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 510; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 73. Zie Clausen/Sørensen (1999), p. 191, voor een andere uitleg van 'uitgestelde verwerving'.

165 Enzo Van Olffen (2000), p. 42

onderzochte landen kennen evenmin zulk een vrijstelling. Daarbij zou de vrijstelling in strijd zijn met de strekking van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling (§ 2.5), aangezien machtsmisbruik door de controlerend vruchtgebruiker niet is uitgesloten. Hierdoor is deze vrijstelling naar mijn oordeel ook niet toegestaan volgens art. 4 lid 5 Richtlijn (§ 3.6.2). Zie ook § 7.4.3 sub g.

8.6.9. Uitoefening van een zekerheidsrecht

Ter zekerheidstelling van de nakoming van een lening kan de leningnemer zijn effecten aan de leninggever verpanden. Indien de leningnemer zijn verplichtingen niet nakomt, kan de leninggever zijn zekerheidsrecht uitoefenen, wat ertoe kan leiden dat hij de effecten verkrijgt en daardoor de controle in de vennootschap. In dat geval zal de leninggever tegen zijn zin een biedplicht hebben. Om deze financieringspraktijk niet te verstoren gelden er in het Verenigd Koninkrijk¹⁶⁶ en Zwitserland¹⁶⁷ vrijstellingen voor dergelijke verwervingen.

Hoewel een dergelijke controleverwerving vaak onbedoeld zal zijn en een biedplicht daarom onredelijk kan ogen, acht ik een vrijstelling ongewenst.¹⁶⁸ Ook in een dergelijke situatie bestaat er immers gevaar voor machtsmisbruik door de nieuwe controlerend effectenhouder (§ 2.5). Gelet hierop is de vrijstelling ook niet geoorloofd volgens de Richtlijn (§ 3.6.2). Voorts is een argument dat de leninggever de effecten niet hoeft te verkrijgen. Bij verzuim van de schuldenaar is de pandhouder bevoegd de verpande effecten te verkopen en het hem verschuldigde bedrag op de opbrengst te verhalen (art. 3:248 lid 1 BW). In de praktijk zoekt de pandhouder in overleg met de vennootschap een geschikte koper voor de effecten. Indien de pandhouder bewerkstelligt dat de president van de rechtbank bepaalt dat de effecten aan de pandhouder vervallen (art. 3:251 lid 1 BW), kiest hij welbewust voor het verwerven van de controle. Voorts zou de biedplicht met een dergelijke vrijstellingsregeling eenvoudig kunnen worden ontweken, namelijk door een controlerend belang op verzoek van de geïnteresseerde koper aan hem te verpanden en vervolgens de aangegane verplichting niet na te komen. Het ontbreken van een vrijstelling hoeft niet tot onredelijke situaties te leiden, omdat de controlerend effectenhouder zich van de biedplicht kan bevrijden door zijn belang in de gratieperiode af te bouwen tot onder de biedgrens (zie § 8.3).

8.6.10. Handelen in overeenstemming met andere effectenhouders

In de door mij voorgestane verplicht bod-regeling worden de belangen van effectenhouders die met elkaar in overeenstemming handelen aan elkaar toegerekend (§ 7.5).

166 Note 2 on dispensations from Rule 9 City Code, waarover Weinberg/Blank, § 4-8057 (1999); Pearson/Adams (2003), p. 144.

167 Art. 32 Abs. 3 BEHG, zie Köpfl (2000), p. 147.

168 Anders De Serièrè (2002), p. 507.

Dit betekent dat er een biedplicht ontstaat indien het cumulatieve belang van de effectenhouders die met elkaar in overeenstemming gaan handelen de bieddrempel overschrijdt.¹⁶⁹ Voorts ontstaat er een biedplicht indien effectenhouders reeds in overeenstemming handelen en één van de leden van de groep zijn belang aldus verhoogt dat het cumulatieve belang de bieddrempel overschrijdt.¹⁷⁰ Omdat er ook in dergelijke situaties gevaar van machtsmisbruik ontstaat (§ 2.5), acht ik een algemene vrijstelling, zoals in het Verenigd Koninkrijk¹⁷¹, niet gewenst.¹⁷² Om deze reden staat art. 4 lid 5 Richtlijn zulk een vrijstelling evenmin toe (§ 3.6.2). Het is echter niet noodzakelijk dat alle effectenhouders van de in overeenstemming handelende groep een verplicht bod uitbrengen. Volstaan kan worden met een biedplicht voor de effectenhouder met het grootste belang, waarover nader § 8.5.9.

8.6.11. Beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal

Anders dan de verplicht bod-regeling van de Richtlijn¹⁷³ en het Verenigd Koninkrijk¹⁷⁴, zie ik geen reden om vrijstelling te verlenen indien de controle wordt verworven in een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal. Ook hier bestaat immers het gevaar van een onevenredige verdeling van de controlepremie¹⁷⁵ en machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder (§ 2.5). Een verplicht bod-regeling is juist in lijn met het doel van een beleggingsmaatschappij: het verminderen van risico's voor kapitaalverschaffers bij beleggen.

In dit verband kan worden gewezen op de overnamestrijd om RNA, een beleggingsmaatschappij met veranderlijk kapitaal.¹⁷⁶ Westfield verwierf door overname van een 23,9%-pakket, tegen betaling van een controlepremie van 20%, dominerende invloed in RNA. Bij gebreke van een biedplicht werden beschermingsmaatregelen

169 Men denke, uitgaande van een 30%-biedgrens (§ 7.4.2), aan het geval dat twee 20%-aandeelhouders een stemovereenkomst sluiten.

170 Ik noem het geval dat twee 10%-aandeelhouders in onderlinge overeenstemming handelen en één van hen zijn belang verhoogt naar 20% en de situatie dat de moedervennootschap een 25%-belang houdt en de dochtervennootschap een 10%-belang verwerft

171 Zie Introduction of the notes on Rule 9.1 City Code, volgens welke er geen biedplicht ontstaat door het enkele feit dat 'parties in concert' gaan handelen

172 Enzo Van Olffen (2000), p. 42

173 Zie art. 1 lid 2 Richtlijn. In de toelichting bij de Richtlijn wordt deze uitzondering niet gemotiveerd. Raaijmakers (1999), p. 294, en Buys (1999/2), p. 224, lijken van mening te zijn dat de uitzondering geldt voor zowel open-end als closed-end beleggingsmaatschappijen. Anders Clarke (1999), p. 71; Van Olffen (1999), p. 844, die – gelet op de tekst van de bepaling – terecht opmerken dat slechts open-end beleggingsmaatschappijen buiten het bereik van de Richtlijn vallen

174 Nr. 4(a) Introduction of the City Code ('open-ended investment companies'), zie Marchant (2003), p. 25.

175 Enzo Oppelaar/Banz (2002), p. 18.

176 HR 18 april 2003, JOR 2003/110 nt. Blanco Fernández; NJ 2003, 286 nt. Ma (RNA), OK 16 oktober 2001, JOR 2001/251 nt. Blanco Fernández (RNA); OK 22 maart 2002, JOR 2002/82 nt. I (RNA).

nodig geacht om een openbaar bod af te dwingen ter evenredige verdeling van de controlepremie en om de vennootschap en de aandeelhouders te beschermen tegen machtsmisbruik. Naar het oordeel van RNA bood de status van beleggingsmaatschappij kennelijk onvoldoende bescherming aan de aandeelhouders.

Niet overtuigend is het argument dat een biedplicht voor een 'open-end' beleggingsmaatschappij overbodig is, omdat effectenhouders hier te allen tijde de mogelijkheid hebben om hun effecten tegen intrinsieke waarde door de vennootschap te laten inkopen.¹⁷⁷ Allereerst is een betaalde controlepremie niet terug te vinden in de intrinsieke waarde. Daarnaast kan de intrinsieke waarde door machtsmisbruik zijn verminderd, waardoor de verkopende effectenhouders niet voor dit verlies worden gecompenseerd. Evenmin overtuigt het argument dat de biedplicht achterwege kan blijven omdat aandeelhouders van beleggingsmaatschappijen in het Nederlands recht minder bescherming genieten dan aandeelhouders van gewone vennootschappen.¹⁷⁸ Bij beleggingsmaatschappijen wordt aan het aandeelhoudersbelang juist relatief veel gewicht toegekend (zie ook RNA). Er is slechts een beperkt aantal wettelijke voorschriften niet van toepassing op beleggingsmaatschappijen¹⁷⁹, waarvan maar een deel de strekking heeft aandeelhouders te beschermen.

8.6.12. Verlies van de status van fiscale beleggingsmaatschappij

Indien één aandeelhouder meer dan 25% van het kapitaal verwerft in een fiscale beleggingsmaatschappij, verliest deze fiscale beleggingsmaatschappij haar bijzondere status en daarmee het nultarief voor de vennootschapsbelasting (art. 28 lid 2 sub e Wet Vpb 1969).¹⁸⁰ Betoogd wordt dat er daarom een uitzondering van de biedplicht moet gelden voor controleverwerving in dit type vennootschappen.¹⁸¹ Naar mijn oordeel is een dergelijke vrijstelling ongewenst, omdat er ook bij deze vennootschappen sprake kan zijn van een onevenredige verdeling van de controlepremie en een gevaar van machtsmisbruik (§ 2.5). Daarbij is de vrijstelling overbodig. De biiddrempel ligt in de door mij voorgestane regeling op 30% (zie § 7.4.2), zodat bij het ontstaan van de biedplicht de fiscale status reeds verloren is gegaan. Niet het verplicht bod maar de vrijwillige overschrijding van de 25%-grens leidt dus tot verlies van de fiscale status. Maar ook indien de biedplicht wel tot verlies van de fiscale status zou leiden (dit kan het geval zijn bij een biiddrempel van bijvoorbeeld 20%), zie ik geen reden voor een vrijstelling, omdat de controlerend effectenhouder zich in de door mij voorge-

177 In deze zin SCGOP (2002), p. 6.

178 Aldus Oostwouder (1999), p. 81

179 Art. 2:96 (uitgifte) en art. 2:96a (voorkeursrecht), zie art. 2:96b, art. 2:98 lid 2-4 (inkoop), zie art. 2:98 lid 8; art. 2:100 (intrekking van wettig verkregen eigen aandelen), zie art. 2:100 lid 7, art. 2:378 lid 3 (vermelden van gedetailleerde gegevens omtrent de verwerving en vervreemding van eigen aandelen in de verlies- en winstrekening), zie art. 2:401 lid 3 BW

180 Zie Grundmann-van de Krol/Te Niet (2000), p. 119 e.v.

181 Raaijmakers (2002/2), p. 157.

stane regeling van de biedplicht kan bevrijden door zijn belang tijdens de gratieperiode af te bouwen tot onder de biedgrens (§ 8.3) of door de resterende effectenhouders via de dispensatieprocedure ontheffing te vragen van de biedplicht (§ 8.4). In de verplicht bod-regeling uit de Richtlijn en de onderzochte landen wordt evenmin vrijstelling verleend indien de biedplicht fiscale consequenties heeft.

8.6.13. *Verwerving van de controle door aankopen via de beurs*

Indien de controle wordt verkregen door aankopen ter beurse, hebben alle kapitaalverschaffers de mogelijkheid om hun effecten tegen eenzelfde prijs te verkopen en aldus een evenredig deel van de controlepremie te incasseren. Dat zou een reden kunnen zijn om, zoals in Japan (§ 4.1), vrijstelling van de biedplicht te verlenen bij deze vorm van controleverwerving. Omdat in de praktijk niet alle effectenhouders in staat zijn om tijdig hun effecten via de beurs aan te bieden (§ 2.2.1 sub b) en de door mij voorgestane verplicht bod-regeling er tevens toe strekt om bescherming te bieden tegen machtsmisbruik (§ 2.5), acht ik deze vrijstelling niet wenselijk. Vanwege deze redenen kan een vrijstelling ook niet worden gegrond op art. 4 lid 5 Richtlijn (zie § 3.6.2). De verplicht bod-regeling van de onderzochte landen bevat evenmin zulk een vrijstelling (§ 2.2.3).

8.6.14. *Verwerving van een vrijgesteld belang*

Degene die een controlerend belang verwerft van een persoon die van de biedplicht is vrijgesteld of een verplicht bod uitbracht, dient naar mijn oordeel niet te worden vrijgesteld van de biedplicht.^{182,183} Evenzo de verplicht bod-regeling van de Richtlijn¹⁸⁴ en van de onderzochte landen¹⁸⁵.

De vrijstellingen zijn gekoppeld aan de persoon van de effectenhouder (AK, anti-overvalstichting, degene die bij invoering van de biedplicht reeds een controlerend belang had, etc.) of aan een bepaalde omstandigheid (verkrijging van de controle door een vrijwillig bod, herstructurering van een noodlijdende vennootschap, toe-

182 In gelijke zin De Kluiver (1998/1), p. 256; Euronext (2002), p. 6; VEB (2002), p. 15; Börsensachverständigenkommission (1999), p. 12-13. Anders Weisgerber (1997), p. 428; De Serièrè (2000), p. 108.

183 Uiteraard is de verwerver wel vrijgesteld indien op hem een vrijstelling van toepassing is. Men denke aan het geval dat een vrijgesteld controlerend belang wordt verworven door een vrijwillig openbaar bod (§ 8.5.3) of door een persoon die het belang gaat houden ten titel van beheer (§ 8.5.5).

184 Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 497-498, 503; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 69; Van Olffen (2000), p. 29; De Rooy (2000), p. 32-33, Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 175.

185 Zie bijvoorbeeld voor het Verenigd Koninkrijk: De Serièrè (2000), p. 108; note 2 on dispensations from Rule 9 City Code, volgens welk er een biedplicht geldt voor de persoon die een controlerend belang verwerft van de vrijgestelde leninggever die het belang verkreeg door uitoefening van zijn zekerheidsrecht.

kenning stemrecht bij vestiging pandrecht, etc.). De vrijstelling geldt dus omdat er sprake is van een bijzondere effectenhouder of een bijzondere omstandigheid. Indien de persoon of de omstandigheid wijzigt, vervalt de grond voor de vrijstelling.

Ten aanzien van het geval dat een controlerend belang wordt verkregen van de persoon die dit belang verwierf door een verplicht of vrijwillig bod, zou een vrijstelling kunnen worden bepleit met als argumenten dat de resterende effectenhouders reeds een exit is geboden en dat de positie van de resterende effectenhouders niet wijzigt (er was immers reeds sprake van een controlerend effectenhouder). Dit overtuigt niet. Het is namelijk mogelijk dat effectenhouders van deze uitstapmogelijkheid geen gebruik hebben gemaakt, omdat zij vanwege de goede reputatie van de controlerend effectenhouder geen gevaar van machtsmisbruik zagen of verwachtten in de toekomst een koerswinst te kunnen realiseren. Door de overdracht van het controlerend pakket doet deze situatie zich niet langer voor en dient de zaak opnieuw te worden gezien. De nieuwe controlerend effectenhouder kan bijvoorbeeld financieel minder sterk zijn of een slechte reputatie hebben, waardoor de verwachting gerechtvaardigd kan zijn dat hij zijn positie zal misbruiken.¹⁸⁶

Als de vrijstelling wel mee overgaat, zullen er nog lange tijd pakketten worden verhandeld waaraan een vrijstelling is verbonden. Dit leidt tot een onoverzichtelijke situatie, vooral indien het vrijgestelde pakket vervolgens voor een deel wordt doorverkocht en zich vermengt met een niet-vrijgesteld pakket.

Een bezwaar van het niet-meegaan van de vrijstelling bij verkoop van een controlerend belang dat bij wijze van overgangsregeling was vrijgesteld (§ 8.5.1), is dat daardoor de waarde van de bestaande controlerende belangen wordt aangetast. Zie nader § 2.3.3 sub g.

8.6.15. *Controleverwerving indien een derde reeds een controlerend belang heeft*

Naar mijn oordeel dient er geen vrijstelling van de biedplicht te gelden bij controleverwerving in een vennootschap waarin een derde reeds een controlerend belang heeft, ook niet indien de derde over de meerderheid van de stemrechten beschikt (vrijstelling in Frankrijk¹⁸⁷ en Italië¹⁸⁸) of een groter belang houdt dan de nieuwe controlerend effectenhouder (vrijstelling in Duitsland¹⁸⁹ en Zwitserland¹⁹⁰).^{191,192} Het feit

186 Vgl. ook Davies (2002/1), p. 13.

187 Art. 5-5-7(f) Règlement Général du CMF, waarover Viandier (2003), nr. 1723-1724.

188 Art. 49.1(a) Consob Regolamento 11971/1999, zie Diemer/Hasselbach (2000), p. 829

189 § 9 WpÜG-Angebotsverordnung, waarover Altmeyen (2001), p. 1082; Steinmeyer/Häger (2002), § WpÜG, Rn. 26-29, Strothmann (2001), p. 5.

190 Art. 34 Abs 2 lit a Börsenverordnung der EBK, zie Köpflı (2000), p. 193-195.

191 Bij een biedgrens van 30% van de stemrechten (§ 7.4.2), kunnen er drie controlerende effectenhouders zijn. Dit aantal kan nog hoger zijn indien effectenhouders in onderlinge overeenstemming handelen, omdat in dat geval hun belangen aan elkaar worden toegerekend (§ 7.5).

192 Anders Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 61

dat een derde reeds de controle houdt sluit immers niet uit dat de nieuwe controlerend effectenhouder zijn macht misbruikt (§ 2.5). Dit gevaar is vooral aanwezig indien de bestaande controlerend effectenhouder een passieve belegger is die geen gebruik maakt van zijn stemrecht. Om die reden staat de Richtlijn deze vrijstelling waarschijnlijk evenmin toe (§ 3.6.2).¹⁹³ Maar ook indien zou worden aangenomen dat door de aanwezigheid van de bestaande controlerend effectenhouder geen machtsmisbruik mogelijk is, acht ik een vrijstelling ongewenst. Het is immers mogelijk dat de bestaande controlerend effectenhouder zijn belang afbouwt tot onder de controlegrens, waardoor zijn veronderstelde beschermende werking verdwijnt. Het op dat moment opleggen van een biedplicht aan de nieuwe controlerend effectenhouder is niet wenselijk. Het argument dat een biedplicht overbodig is omdat er reeds een verplicht bod zal zijn uitgebracht door de eerste controlerend effectenhouder gaat niet op, omdat er ter zake een vrijstelling kan hebben bestaan en omdat effectenhouders in de eerste controlerend effectenhouder wellicht geen bedreiging zagen en hun effecten daarom niet hebben aangeboden. Zie § 8.5.10 voor een uitzondering inzake controleverwerving door handelen in overeenstemming met een controlerend effectenhouder.

8.6.16. De overheid als controlerend effectenhouder

Gesteld zou kunnen worden dat er een vrijstelling moet gelden voor de overheid als controlerend effectenhouder, omdat in dat geval geen gevaar van machtsmisbruik dreigt (§ 2.5). Een dergelijke vrijstelling acht ik niet gewenst. Hoewel machtsmisbruik minder voor de hand ligt dan bij commerciële marktpartijen, is het bij de overheid niet uitgesloten. Voorts kan er ook bij controleverwerving door de overheid een onevenredige verdeling van de controlepremie plaatsvinden, waardoor een verplicht bod noodzakelijk is. Verder past zulk een uitzonderingspositie niet in het overheidsbeleid dat de Staat als aandeelhouder dezelfde rechten en plichten behoort te hebben als andere aandeelhouders.¹⁹⁴ De Richtlijn en de verplicht bod-regeling uit de onderzochte landen kennen evenmin een vrijstellingsregeling zoals hier bedoeld.¹⁹⁵ Overigens betreft dit meer een theoretische discussie. Het verwerven van de controle door de overheid in een beursvennootschap (§ 6.4) komt zelden voor. Voor bestaande controlerende overheidsdeelnemingen (§ 8.5.1) en voor gevallen waarin de overheid, bijvoorbeeld in het kader van een privatisering, een vennootschap aan de beurs

193 Anders art. 4 lid 2 quater sub f Richtlijnvoorstel 1990, dat een expliciete vrijstelling bevatte voor het geval reeds door een ander de controle werd gehouden.

194 Zie Nota deelnemingenbeleid Rijksoverheid van 12 december 2001, Kamerstukken II, 2001-2002, 28 165, nr. 2.

195 Zie art. 4(a) Real Decreto 1197/1991 voor een bijzondere vrijstelling in het Spaanse recht indien de overheid de controle verwerft door uitoefening van bepaalde wettelijke bevoegdheden, zoals ontgenging.

doet noteren met behoud van een controlerend belang (§ 8.5.2), geldt er een vrijstelling in de door mij voorgestane regeling.

8.6.17. De nationaliteit van de controlerend effectenhouder

De door mij voorgestane verplicht bod-regeling is een vennootschapsregel (§ 5.2). De verplichting vloeit voort uit het lidmaatschap of de organisatorische betrokkenheid. Daarom kan en moet de biedplicht gelden voor elke controlerend effectenhouder, ongeacht het recht waardoor hij wordt beheerst, zijn nationaliteit en zijn woonplaats. In de verplicht bod-regeling van de Richtlijn en de onderzochte landen zijn deze criteria evenmin relevant voor de toepasselijkheid van de biedplicht. Vrijstelling van de biedplicht op deze gronden is derhalve niet gewenst.

8.6.18. Strijd met wettelijke of statutaire bepalingen

Het feit dat de controlerend effectenhouder door het uitbrengen van een verplicht bod in strijd zal handelen met wettelijke of statutaire bepalingen, is geen reden om hem vrijstelling te verlenen van de biedplicht. De Richtlijn voorziet dan ook niet in zulk een vrijstelling. Met denke aan het geval dat uitbreiding van het controlerend belang niet is toegestaan ingevolge de Europese of nationale mededingingsvoorschriften, het bod in strijd is met de doelomschrijving van de bieder (art. 2:7 BW) of bepaalde organen van de bieder de voor het verplicht bod vereiste goedkeuring niet wensen te verlenen (vgl. art. 2:164 BW en art. 2:107a BW-wetsvoorstel 28 179). In een dergelijke situatie kan de controlerend effectenhouder zichzelf bevrijden van de biedplicht door zijn belang gedurende de gratieperiode af te bouwen tot onder de biedgrens (§ 8.3) of door via de dispensatieprocedure ontheffing te verkrijgen van de resterende effectenhouders (§ 8.4).

8.7. Conclusie

In bepaalde gevallen is een biedplicht onnodig of onredelijk. Daarom dient controleverwerving niet per definitie tot een verplicht bod te leiden. Gelet hierop bepleit ik het volgende systeem. Degene die de controle verwerft kan zich van de biedplicht bevrijden door zijn belang in de gratieperiode af te bouwen tot onder de biedgrens (gratieregeling). Daarnaast kunnen de onafhankelijke aandeelhouders van de doelvennootschap besluiten om de controlerend effectenhouder dispensatie van de biedplicht te verlenen (dispensatieregeling). Er ontstaat geen biedplicht voor de effectenhouder die op het moment van inwerkingtreding van de regeling reeds een controlerend belang houdt (overgangsregeling). Bij een beursnotering met behoud van controle is er geen sprake van controleverwerving en geldt er daarom evenmin een biedplicht. Voorts zijn van de biedplicht vrijgesteld de anti-overvalstichting en de persoon die de effecten houdt ten titel van beheer (bijvoorbeeld het AK). Verder geldt er een vrij-

— — — — —
stelling bij verkrijging van de controle door: een vrijwillig bod, het toekennen van stemrecht bij vestiging van pandrecht, een herstructurering binnen concernverband, een herstructurering van een noodlijdende vennootschap, handelen in overeenstemming met een bestaande controlerend effectenhouder, controleverwerving door een dochtervennootschap. In het geval meerdere effectenhouders gelijktijdig de controle verwerven, wordt slechts een bod uitgebracht door degene die over de meeste stemrechten beschikt. Het vergroten, verkleinen of wijzigen van de samenstelling van het vrijgestelde controlerend belang, leidt er niet toe dat de vrijstelling vervalt en alsnog een verplicht bod moet worden uitgebracht.

9. HET BOD

'[The highest price-rule] makes it impossible for the holder of an existing controlling block of shares to obtain any premium for control upon the sale of the shares. Since the purchaser of the block will know that the [City] Code requires it to offer the same price to all shareholders, the purchaser is forced to divide the consideration for the company's securities rateably among all the shareholders () Unable to obtain a premium for control, the existing controllers may simply prefer not to sell '

Gower's Principles of Modern Company Law, London 1997

9.1. Inleiding

Teneinde te waarborgen dat de resterende effectenhouders een reële uittredmogelijkheid wordt geboden, moet worden bepaald dat het verplicht bod aan bepaalde minimumeisen voldoet. In dit verband wordt onderzocht op welk moment het bod moet worden uitgebracht (§ 9.2), of de bestaande voorschriften inzake het verbod van het rauwelijks bod van toepassing dienen te zijn (§ 9.3), op welke personen en effecten het bod betrekking moet hebben (§ 9.5), welke vergoeding ten minste moet worden geboden (§ 9.6) en of er voorwaarden aan het bod mogen worden verbonden (§ 9.7). Daarnaast dient ook aandacht te worden besteed aan de positie van de bidder. In dit kader wordt onderzocht of het geoorloofd zou moeten zijn dat het bod wordt uitgebracht door een ander dan de controlerend effectenhouder (§ 9.4), het bod te richten op slechts een deel van de effecten (§ 9.5.2) of een deel van de effectenhouders (§ 9.5.3), als vergoeding door de bidder uitgegeven effecten aan te bieden (§ 9.6.3 sub b) en tot slot of na gestanddoening van het bod eventuele beschermingsconstructies dienen te worden ontmanteld zodat de bidder de daadwerkelijke zeggenschap verkrijgt (§ 9.8).

9.2. Moment waarop het bod wordt uitgebracht

Het verplicht bod dient zo spoedig mogelijk na het verwerven van de controle te worden uitgebracht. Het is onwenselijk voor de doelvennootschap en het adequate functioneren van de markt in de effecten van de doelvennootschap en de bidder dat het bod lange tijd boven de markt blijft hangen. Aldus ook art. 3 lid 1 sub d en f en art. 5 lid 1 slot Richtlijn. Voorts is een argument voor een korte termijn dat de minimaal

te bieden vergoeding is gekoppeld aan de vergoeding die de controlerend effectenhouder in de afgelopen periode voor zijn effecten heeft betaald en de beurskoers in deze periode (§ 9.6). Een koppeling aan deze vergoeding is bezwaarlijk en minder te rechtvaardigen indien het verplicht bod eerst op een veel later moment wordt uitgebracht.¹

Ik bepleit een regel inhoudende dat het bod binnen 30 dagen na de controleverwerving wordt uitgebracht, zie art. 9x (proeve) Bte 1995.² Aangenomen wordt dat de controle is verkregen op het moment van de openbare mededeling ter zake (§ 7.7). In de meeste onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk³, Duitsland⁴, Frankrijk⁵, België⁶, Italië⁷ en Zwitserland⁸) gelden vergelijkbare perioden. In Spanje daarentegen dient het verplicht bod gelijktijdig met de controleverwerving te worden uitgebracht.⁹ De 30 dagen-periode volstaat in de regel voor het verrichten van de verschillende noodzakelijke handelingen.¹⁰ Voorts is dit de periode waarin de controlerend effectenhouder zich in de door mij voorgestane regeling van de biedplicht kan bevrijden door zijn belang af te bouwen tot onder de biedgrens (gratieperiode, § 8.3) en de AvA van de doelvennootschap de controlerend effectenhouder van de biedplicht kan ontheffen (dispensatieprocedure, § 8.4). Indien de 30 dagen-termijn door bijzondere omstandigheden te kort is, kan de AFM de periode desgevraagd verlengen (§ 10.5.1 sub d).

Volgens overweging 9 Richtlijn mogen de lidstaten de effectenhouders aanvullende bescherming bieden door te bepalen dat het bod, zoals in Spanje, *tegelijk* met het verkrijgen van de controle wordt uitgebracht. Deze bevoegdheid volgt uit art. 3 lid 2 sub b Richtlijn, waarover § 3.6.1.¹¹ Een dergelijk voorschrift acht ik onwenselijk.¹²

1 Evenzo Commissie Winter (2002), p. 51

2 In gelijke zin Commissie Winter (2002), aanbeveling II.4; Euronext (2002), p. 5; SCGOP (2002), p. 5. Oppelaar/Banz (2002), p. 14, noemen een termijn van zes weken

3 Rule 30.1 City Code, Weinberg/Blank, § 4-4040 e.v. (1999).

4 § 35 Abs. 2 WpÜG, waarover Hommelhoff/Witt (2002), § 35 WpÜG, Rn. 40 e.v.

5 Art. 5-5-2 Règlement Général du CMF, zie Viandier (2003), nr 1571 e.v., Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 168.

6 Art. 42, § 2 De Benedetti-KB, waarover Rombouts (2000), p. 410. Volgens de oude Belgische regeling moest het verplicht bod binnen 30 dagen zijn afgehandeld, wat in de praktijk een te korte termijn bleek te zijn. Daarom geldt thans de regel dat de biedingsprocedure binnen 30 dagen na controleverwerving moet beginnen

7 Art 106.2 Decreto Legislativo 58/1992, zie Juvara (2001), p. 338, Schmid (1999), p. 408

8 Art. 36 Abs 1 Börsenverordnung der EBK (twee maanden), zie Daeniker (1998), p. 214; Von der Crone (1997), p. 57; Bernet (1998), p. 236-237.

9 Art. 1 Real Decreto 1197/1991, waarover De Cárdenas Smith (2001), p. 457; Clarke (1999), p. 86.

10 Men denke aan het verkrijgen van externe financiering bij een bod in contanten, het houden van een AvA (art. 2:115 BW) waarn het voorgenomen bod wordt goedgekeurd (zie ook art. 2:107a BW-wetsvoorstel 28 179) en waarin bij een ruilbod wordt besloten tot uitgifte van aandelen die als vergoeding worden aangeboden (art 2 96/206 BW), het verkrijgen van goedkeuring van de RvC (vgl. art 2:164/274 BW) en het opstellen van een biedingsbericht (art. 9i Bte 1995)

11 Zie ook Skog (1997), p. 20; Clarke (1999), p. 86.

12 Aldus ook Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 50.

Allereerst wordt hiermee nauwelijks aanvullende bescherming geboden. Voor het vaststellen van de minimaal te bieden vergoeding is immers het moment van controleverwerving van belang, waardoor machtsmisbruik de vertrekkende effectenhouders niet meer raakt. Voorts stuit zulk een regeling op praktische bezwaren. Dit betekent immers dat de controlerend effectenhouder het bod reeds voor de controleverwerving moet voorbereiden, terwijl het zeer goed mogelijk is dat hij niet op voorhand met de controleverwerving bekend is, bijvoorbeeld omdat deze wordt veroorzaakt door schenking, keuzedividend of het verwerven van effecten door een persoon met wie hij in onderlinge overeenstemming handelt (§ 8.6).

9.3. Toepasselijkheid van het verbod van het nauwelijks bod

Het verbod van het nauwelijks bod en van het nauwelijks bekend maken van de prijs of ruilverhouding, alsmede de verplichting om het bestuur van de doelvennootschap uit te nodigen voor overleg, zoals die thans gelden bij het vrijwillig bod (art. 9d Bte 1995), dienen mijns inziens niet van toepassing te zijn bij het verplicht bod.¹³ De bedoeling van het verbod is het stimuleren van overleg tussen de bieder en de doelvennootschap, alsmede het bevorderen van een zorgvuldige informatieverstrekking voordat de prijs of ruilverhouding is vastgesteld.¹⁴ Omdat bij het verplicht bod overleg over de vraag of een openbaar bod moet worden uitgebracht, en zo ja, tegen welke vergoeding, niet aan de orde is, is toepassing van deze regel overbodig. Sterker nog, het is juist wenselijk dat de vergoeding zo spoedig mogelijk openbaar wordt gemaakt. Het betreft koersgevoelige informatie waarvan de markt onverwijld kennis moet nemen. Vgl. ook art. 9b lid 2 sub d Bte 1995 en art. 28 sub h Fondsenreglement. In de onderzochte landen komt een dergelijk voorschrift evenmin voor en geldt veelal de regel dat de vergoeding onverwijld bekend wordt gemaakt.¹⁵ Dit volgt ook uit de Richtlijn. Volgens het algemene beginsel van art. 3 lid 1 sub d Richtlijn dragen de lidstaten er zorg voor dat er geen oneigenlijke markten ontstaan in effecten van de doelvennootschap en de bieder. Daarnaast bepaalt art. 6 lid 1 Richtlijn dat het besluit om een bod uit te brengen terstond openbaar wordt gemaakt, wat geen ruimte laat voor daaraan voorafgaand overleg met de doelvennootschap. Overigens is het voorschrift van art. 9d Bte 1995 niet alleen ongewenst bij het verplicht bod, maar ook bij het vrijwillig bod¹⁶.

13 Evenzo Consultatiedocument (2002), p. 28; VEB (2002), p. 17; Oppelaar/Banz (2002), p. 20. Anders VEUE (2002), p. 10; VNO-NCW (2002), p. 13; Euronext (2002), p. 7; SCGOP (2002), p. 7.

14 CFA-Commentaar (2000), p. 47 e.v.

15 Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 265.

16 Zie nader Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 264-265.

9.4. De persoon die het bod uitbrengt

De biedplicht rust op de controlerend effectenhouder. De behoefte kan echter bestaan om een derde het bod te laten uitbrengen. Men denke aan het geval dat de controle wordt verkregen door een moedermaatschappij die het om organisatorische of fiscale redenen wenselijk acht dat een bestaande dochtermaatschappij of een speciaal voor dit doel opgerichte vennootschap het bod uitbrengt. Ook kan worden gedacht aan de situatie dat de biedplicht ontstaat doordat effectenhouders in onderlinge overeenstemming gaan handelen (§ 7.5) en de leden van deze samenwerkende groep overeenkomen dat niet degene met het grootste belang (§ 8.5.9), maar een ander groepslid de biedplicht nakomt. Omdat dit geen afbreuk doet aan de strekking van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling (§ 2.5) en de Richtlijn zich hiertegen niet lijkt te verzetten (§ 3.6.2), dient – in navolging van de Belgische verplicht bod-regeling^{17,18} – te worden bepaald dat het verplicht bod mag worden uitgebracht door een derde, in welk geval de controlerend effectenhouder is gekwetten van zijn biedplicht. Zie art. 9y (proeve) Bte 1995.

9.5. Personen tot wie en effecten waarop het bod is gericht

9.5.1. Het soort effecten waarop het bod betrekking moet hebben

a. Aandelen en certificaten

Het verplicht bod moet naar mijn oordeel worden gericht op de aandelen¹⁹ en de bewilligde certificaten van aandelen van de doelvennootschap. Zie art. 9aa lid 1 (proeve) Bte 1995. Het zijn immers de houders van deze effecten die te maken krijgen met een onevenredige verdeling van de controlepremie en het gevaar van machtsmisbruik (§ 2.5). Hiermee wordt aangesloten bij art. 5 lid 1 Richtlijn, dat voorschrijft dat het bod betrekking heeft op 'effecten' in de zin van art. 2 lid 1 sub e Richtlijn, wat naar mijn oordeel moet worden uitgelegd als aandelen en bewilligde certificaten (zie § 7.4.3 sub a).²⁰ Ook in Duitsland²¹, Italië²² en Zwitserland²³ wordt het bod slechts

17 Art. 43 De Benedetti-KB

18 Vgl. ook art. 7 lid 6 Pennington-voorstel 1974.

19 Hieronder versta ik alle soorten aandelen, dus niet alleen gewone aandelen maar ook bijzondere aandelen, zoals prioriteitsaandelen en preferente aandelen.

20 Vgl. ook Van Offen (2000), p. 25, 42-43, die van oordeel is dat volgens de tekst van de Richtlijn het bod slechts betrekking hoeft te hebben op de aandelen, maar dat uit de ratio van de Richtlijn volgt dat het bod ook ziet op certificaten en afgeleide instrumenten. Zie voorts § 9.5.1 sub b; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 62; Perrick (1990/2), p. 299, 301-302.

21 § 35 Abs. 2 WpÜG, zie Adolff/Meister/Randell/Stephan (2002), p. 245; Meyer (2002), § 35 WpÜG, Rn. 49.

22 Art. 106 1 Decreto Legislativo 58/1998, waarover Juvara (2001), p. 338; Schmid (1999), p. 408

23 Art. 32 Abs. 1 BEHG jo. Art. 29 Börsenverordnung der EBK, zie Köpfl (2000), p. 221-224; Bernet (1998), p. 229; Von der Crone (1997), p. 57

gericht op de aandelen van de doelvennootschap (certificaten komen in deze landen niet voor).

Het verplicht bod wordt gericht op *alle* (bewilligde certificaten van) aandelen, ongeacht de nationaliteit of woonplaats van de houder van deze effecten, of de effecten zijn genoteerd, het aantal effecten dat is genoteerd en de plaats van notering. Met uitzondering van de Zwitserse verplicht bod-regeling, volgens welke het bod slechts betrekking heeft op genoteerde aandelen²⁴, spelen deze criteria evenmin een rol in de onderzochte landen en de Richtlijn. Zie ook § 9.5.2.

Het bod richt zich op de (bewilligde certificaten van) aandelen die uitstaan op het moment dat het bod wordt uitgebracht. Ik acht het ongewenst om de effecten die zijn uitgegeven in de periode vanaf de controleverwerving tot het uitbrengen van het bod, buiten het bereik van de regeling te brengen. Evenals bij het vrijwillig bod (art. 9h lid 1 Bte 1995), heeft de verplicht bieder de bevoegdheid om van het bod uit te sluiten de aandelen of certificaten die ten tijde van het uitbrengen van het bod nog niet waren uitgegeven of waarvan op dat tijdstip de uitgifte nog niet bekend was gemaakt, noch ter kennis van de verplicht bieder was gebracht. Zie art. 9aa lid 2 sub a (proeve) Bte 1995.

Gelet op de strekking van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling, behoeft het bod niet te worden gericht op aandelen die worden gehouden door een anti-overvalstichting. Om deze reden, maar ook omdat het bod zich richt op de bewilligde certificaten, heeft het bod evenmin betrekking op aandelen die worden gehouden door het met medewerking van de vennootschap opgezette AK. Zie art. 9aa lid 2 sub b en c (proeve) Bte 1995. De Richtlijn biedt naar mijn oordeel ruimte voor deze vrijstellingen (§ 3.6.2).

b. Rechten op aandelen, rechten op certificaten

Gezien de strekking van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling (§ 2.5) zie ik geen reden om de bieder, zoals in het Verenigd Koninkrijk²⁵, Frankrijk²⁶, België²⁷ en Spanje²⁸, te verplichten het bod mede te richten op rechten op (bewilligde certificaten van) aandelen, zoals call-opties, warrants, claims en converteerbare obligaties (vgl. ook § 7.4.3 sub h).²⁹ Zie voor certificaten: § 9.5.1 sub a.

24 Bernet (1998), p. 229.

25 Rule 9.1 jo. 15 City Code, waarover Weinberg/Blank, § 4-4004 e v (1999); Gearing (2003), § 5.2.1.1; Stedman (1993), § 10.1 en § 10.2.

26 Art. 5-5-2 Règlement Général du CMF, zie Viandier (2003), nr. 1571 e.v.; Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 168.

27 Art. 41, § 1 jo. art. 3, § 1 jo. art. 1, § 3 De Benedetti-KB, waarover Cornelis/Grenson (1997), p. 38-39, 58.

28 Art. 17 Real Decreto 1197/1991, op grond waarvan het bod wordt gericht op aandelen en converteerbare obligaties, maar niet op andere afgeleide instrumenten.

29 Enzo – om uiteenlopende redenen – Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 62-63; De Kluiver (2000), p. 111; Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 5; Gecombinde Commissie Vennootschapsrecht (1998), p. 3-4. Anders Van Dyck (2000), p. 19; De Serière (2002), p. 508; Prinsen (2004), § 7.5.5.

Allereerst hebben deze effectenhouders geen recht op de controlepremie (zij zijn immers niet gerechtigd tot het vermogen van de vennootschap, § 2.2.1 sub b), zodat de biedplicht niet kan worden gebaseerd op het streven naar een evenredige verdeling van de controlepremie. Voorts bestaat er voor deze effectenhouders geen direct gevaar van machtsmisbruik. Dit zijn ook de redenen waarom art. 5 lid 1 Richtlijn deze effecten van het bod uitsluit.³⁰ Voorts leidt een dergelijke ruime biedplicht tot een gecompliceerde regeling. Het zal bijvoorbeeld lastig zijn om te bepalen welke minimale vergoeding voor de afgeleide producten moet worden geboden (§ 9.6.2)³¹. Verder is een argument dat de regeling inzake vrijwillige biedingen evenmin verplicht om het bod mede te richten op afgeleide instrumenten (vgl. art. 9h lid 1 Bte 1995). Het zou onlogisch en inconsequent zijn om deze eis wel te stellen bij verplichte biedingen. Tot slot bestaat er geen praktische noodzaak om deze effectenhouders een wettelijke exit te bieden, omdat in de voorwaarden van deze effecten doorgaans een contractuele regeling is opgenomen voor openbare biedingen, die inhoudt dat de desbetreffende effecten worden omgezet in dezelfde soort effecten van de bidder (de zgn. reorganisatieclausule).³² Indien een dergelijke contractuele regeling niet bestaat, zal de verplicht bidder het bod waarschijnlijk vrijwillig richten op deze effecten, omdat hij in de toekomst door uitoefening of conversie van het recht niet steeds opnieuw op het niveau van de doelvennootschap, die na het bod een subholding zal zijn, wil worden geconfronteerd met outside-aandeelhouders.³³

Onvoldoende zwaarwegend acht ik het argument dat houders van afgeleide instrumenten wel indirect kunnen worden benadeeld, namelijk indien de controlerend effectenhouder vermogen aan de vennootschap onttrekt. In dat geval zal de waarde van het recht dalen en verkrijgt de effectenhouder bij uitoefening of conversie van zijn recht een aandeel of certificaat dat minder waard is. Op het moment van benadeling zijn deze effectenhouders geen kapitaalverschaffer en is hun positie niet anders dan die van andere belanghebbenden bij de vennootschap, zoals schuldeisers.

Evenmin overtuigt het argument dat deze effectenhouders een uitstapmogelijkheid

30 Hierover in kritische zin: De Serièrè (2002), p. 508. Vgl. ook § 9.5.1 sub a; Van Olffen (1999), p. 845; De Kluiver (2000), p. 111. Omdat de Richtlijn minimumvoorschriften geeft, is een uitbreiding van de biedplicht tot afgeleide instrumenten wel geoorloofd. Zie art. 3 lid 2 sub b Richtlijn (§ 3.6.1) en voorts overweging 11 Richtlijn, volgens welke mag worden bepaald dat het bod zich mede dient te richten op effecten waaraan alleen onder specifieke omstandigheden stemrechten zijn verbonden of waaraan geen stemrechten zijn verbonden.

31 Zie Wymeersch (2002), p. 534, voor dergelijke waarderingsproblemen onder de Belgische regeling.

32 Zie Prinsen (2004), § 7.4, Van der Staay (1993), p. 175; Perrick (1995), p. 19, Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 70.

33 Soms wordt afgezien van een bod op deze effecten indien de bidder voornemens is om na gestanddoening van het bod op de aandelen een juridische fusie te bewerkstelligen met de doelvennootschap als verdwijnende vennootschap, in welk geval deze rechten immers verdwijnen onder toekenning van een gelijkwaardig recht in de bidder of schadevergoeding (art. 2.320 BW). Aldus bijvoorbeeld de juridische fusie tussen Vendex en KBB, zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 70; Pres Rb. Amsterdam 11 juni 1999, JOR 1999/174 nt. Van Solinge (Leyinvest/KBB); Rb. Amsterdam 6 februari 2002, JOR 2002/61 (Leyinvest/Vendex KBB).

moeten hebben omdat zij na uitoefening of conversie in hoedanigheid van aandeel- of certificaathouder wel te maken krijgen met het gevaar van machtsmisbruik en waarschijnlijk incurante aandelen of certificaten zullen ontvangen³⁴. Indien er geen contractuele regeling bestaat en de verplicht bieder evenmin het bod vrijwillig richt op de afgeleide instrumenten, kunnen de nieuwe aandeel- of certificaathouders immers een beroep doen op het ingevolge art. 16 Richtlijn in te voeren 'sell-out right', omdat zij slechts een fractie van het geplaatst kapitaal zullen verschaffen.³⁵

Ingeval een vennootschap het om haar moverende redenen toch wenselijk acht om houders van afgeleide instrumenten de bescherming te bieden van de verplicht bod-regeling, kan zij bij statuten bepalen dat het verplicht bod zich mede richt op deze effecten (§ 5.5).

9.5.2. *Integraal bod; partieel bod*

In Italië³⁶ en Spanje³⁷ kan de biedplicht worden nagekomen door op slechts een gedeelte van de aandelen te bieden.³⁸ Het vereiste van een integraal verplicht bod wordt in deze landen gezien als een last voor de economie, omdat dit het marktmechanisme ontregelt, tot beroering op de financiële markten kan leiden en bij de bieder financieringsproblemen kan veroorzaken.³⁹

Het waren ook deze lidstaten die hebben bewerkstelligd dat ingevolge de Richtlijnvoorstellen 1996 en 1997⁴⁰ op slechts 70% van de effecten ('een wezenlijk deel')

34 Zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 63-64.

35 Vgl. Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 58.

36 Art 107 Decreto Legislativo 58/1998 ('offerta preventiva') Het bod behoeft op slechts 60% van de aandelen betrekking te hebben, mits de controlerend effectenhouder in de voorafgaande 12 maanden niet meer dan 1% van het geplaatst kapitaal heeft verworven, de meerderheid van de onafhankelijke aandeelhouders het partieel bod heeft goedgekeurd en de toezichthouder (Consob) hiervoor toestemming heeft verleend. Zie in kritische zin Ruggiero (1998), p. 101 e v.; Marcantonio (1994), p. 132, en voorts Juvara (2001), p. 340-341, Diemer/Hasselbach (2000), p. 829-830; Clarke (1999), p. 83.

37 Art 1 Real Decreto 1197/1991, waarover De Cárdenas Smith (2001), p. 459, Uría & Menéndez (2001), p. 2. Het gedeelte waarop moet worden geboden is afhankelijk van de omvang van de 'significante deelneming'. Bij overschrijding van de 25%-grens dient te worden geboden op minstens 10% van de aandelen, terwijl bij overschrijding van de 50%-drempel het bod wordt gericht op 100% van de aandelen (tot 2003 was het in dit geval geoorloofd om te bieden op slechts 75% van de aandelen, gewijzigd door Real Decreto 432/2003).

38 Evenzo de oude Franse regeling, volgens welke de biedplicht kon worden nagekomen door een bod dat ertoe leidde dat de breder uiteindelijk slechts $\frac{2}{3}$ van de aandelen ging houden, zie art 5-3-1 Règlement Général du CBV (oud), waarover Hopt (1992), p. 183; Geens (1990/1), p. 104; Krause (1996/2), p. 188-190; Wymeersch (1992/1), p. 87-88; Skog (1997), p. 26. Aldus ook de Hongaarse verplicht bod-regeling, zie KPMG (1999), p. 125-126.

39 Vgl. Toelichting op Richtlijnvoorstel 1996, COM (95) 655 def., p. 9.

40 Art. 10 lid 1 Richtlijnvoorstellen 1996 en 1997. Zie ook Toelichting op Richtlijnvoorstel 1996, COM (95) 655 def., p. 9; Clarke (1999), p. 82, Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1998), p. 6, Timmerman (1998), p. 111-112; De Kluiver (1998/1), p. 255; Wouters (1998), p. 121-122, Steins Bisschop (1998), p. 82.

behoefde te worden geboden. In de huidige tekst van de Richtlijn is deze mogelijkheid niet langer vermeld. Art. 5 lid 1 Richtlijn bepaalt dat het bod betrekking heeft op alle effecten als bedoeld in art. 2 lid 1 sub e Richtlijn.⁴¹ Blijkens de Verklaringen voor de Raadsnotulen (zie § 3.3) is het echter wel toegestaan dat de lidstaten bepalen dat er een vrijstelling geldt van de biedplicht indien de controle is verworven door een vrijwillig bod op ten minste 60% van de effecten, mits dit partiële bod is goedgekeurd door de meerderheid van de kleine effectenhouders. De verklaring is opgenomen op verzoek van de Italiaanse onderhandelingsdelegatie, die daarmee heeft willen verzekeren dat voornoemde bepaling uit de Italiaanse biedingsregeling kan blijven bestaan.⁴² Nu de verklaring ondanks pogingen daartoe van de Economische en Monetaire Commissie⁴³ niet is opgenomen in de Richtlijn, is onduidelijk wat de status daarvan is.⁴⁴

In de door mij voorgestane regeling is een partieel verplicht bod, evenals in de meerderheid van de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk⁴⁵, Duitsland⁴⁶, Frankrijk⁴⁷, België⁴⁸ en Zwitserland⁴⁹)⁵⁰, niet geoorloofd.⁵¹ Het bod wordt derhalve gericht op alle (bewilligde certificaten van) aandelen, zie art. 9aa lid 1 (proeve) Bte 1995. Een partieel verplicht bod is in strijd met de strekking van de biedplicht (§ 2.5). De kans is immers aanzienlijk dat na het verplicht bod verschillende effectenhouders tegen hun wil in de doelvennootschap achterblijven en te maken krijgen met machtsmisbruik. Het is zelfs mogelijk dat het bod leidt tot een verslechtering van de positie van de achterblijvende effectenhouders, omdat deze nog meer bekneld geraken. Wat betreft het streven naar een evenredige verdeling van de controlepremie zie ik geen probleem met het partieel verplicht bod, omdat hiermee de controlepremie wel degelijk aan de achterblijvende effectenhouders kan worden betaald, namelijk indien wordt bepaald dat bij een partieel bod een hogere vergoeding moet worden betaald dan bij een integraal bod. Tot slot merk ik op dat het argument dat een integraal bod tot financieringsproblemen kan leiden weinig kracht heeft, omdat in de door mij voorgestane verplicht bod-regeling een ruilbod is geoorloofd (§ 9.6.3 sub b) en de

41 Zie ook Lambrecht (2002), p. 448, 463.

42 Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 479; Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 230.

43 Economische en Monetaire Commissie (2003/1), amendement 14

44 Vgl. ook Clarke (1999), p. 83.

45 Rule 9 I City Code, waarover Pearson/Adams (2003), p. 136; Weinberg/Blank, § 4-8029 e.v (1999).

46 § 39 jo 32 WpÜG, zie Hommelhoff/Witt (2002), § 35 WpÜG, Rn. 47; Adolff/Meister/Randell/Stephan (2002), p. 245

47 Art. 5-5-2 Règlement Général du CMF, waarover Viandier (2003), nr. 1571 e.v.; Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 169.

48 Art. 41, § 1 De Benedetti-KB, zie Cornelis/Grenson (1997), p. 59.

49 Art. 32 Abs. 1 BEHG jo. Art. 29 Börsenverordnung der EBK, waarover Köpfl (2000), p. 220; Gruber (1996), p. 72 e.v.

50 Zie ook Wymeersch (2002), p. 534.

51 Eveneens kritisch over het partieel verplicht bod Börsensachverständigenkommission (1999), p. 20-22; Krause (1996/3), p. 213; Wymeersch (1992/1), p. 93.

controleerend effectenhouder zich van de biedplicht kan bevrijden door in de gratieperiode zijn belang af te bouwen tot onder de biedgrens (§ 8.3).

9.5.3. *Ontheffing van de verplichting om het bod te richten tot alle effectenhouders*

Teneinde de ongewenste toepasselijkheid van bepaalde buitenlandse biedingsregels (met name de Verenigde Staten, maar ook Canada, Australië, Japan en het Verenigd Koninkrijk) te ontgaan, is het volgens de AFM geoorloofd om het vrijwillig bod niet te richten tot de effectenhouders die in deze landen woonachtig zijn.⁵² De onderzochte landen kennen soortgelijke regelingen.⁵³ De naleving van deze buitenlandse biedingsregels is vaak onevenredig belastend voor de bidder, namelijk indien de regels vergaande verplichtingen op de bidder leggen⁵⁴ en slechts een relatief klein aantal effectenhouders in de desbetreffende landen woonachtig is.

Ik acht het ongewenst dat de bidder bij een verplicht bod territoriale restricties in zijn bod kan opnemen. De effectenhouders dienen gelijkwaardig te worden behandeld. De exit moet daarom aan elke effectenhouder worden geboden, ongeacht zijn woonplaats. Dit volgt ook uit het feit dat de verplicht bod-regeling, anders dan de biedingsregeling, een vennootschapsregel is (§ 5.2). Voorts is een dergelijke restrictie ongewenst vanuit concurrentieperspectief, omdat dit beleggers in uitgesloten landen ervan kan weerhouden kapitaal te verschaffen aan Nederlandse ondernemingen (§ 2.2.3 sub a). Bovendien staat de restrictie op gespannen voet met het gelijkheidsbeginsel van art. 3 lid 1 sub a Richtlijn (zie § 3.3).

9.6. De vergoeding

9.6.1. *Methoden ter vaststelling van de vergoeding*

In verband met de evenredige verdeling van de controlepremie en om te voorkomen dat een dusdanig onaantrekkelijke vergoeding wordt geboden dat van een reële exit geen sprake is, dient de verplicht bod-regeling minimumvoorschriften te bevatten over de hoogte en de aard van de te bieden vergoeding.⁵⁵ In beginsel zijn hiervoor twee systemen denkbaar. Ten eerste kan worden bepaald dat de vergoeding wordt vastgesteld door de markt, in welk geval wordt aangesloten bij de prijs waarvoor de

52 AFM-beleidsregel biedingsbericht (2001), p. 6-7. Zie ook CFA-Commentaar (2000), p. 15-16; Hijmans van den Bergh (2003), p. 5-7; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 352, 591; Raaijmakers (1994), p. 58-59.

53 In de meeste landen moet hiervoor een verzoek worden gedaan op basis van de algemene ontheffingsregeling. Zie voor het Verenigd Koninkrijk: Marchant (2003), p. 28. Duitsland kent een specifieke ontheffingsbepaling. § 24 WpÜG

54 Zie voor de Verenigde Staten: Kenyon-Slade (2004), nr. 11.17 e.v.

55 Vgl. ook Commissie Winter (2002), p. 45, Commissie Harmonisatie Vennootschapsrecht (1989), p. 53; STE (1989), p. 4; Honée (1997).

controleerend effectenhouder de effecten van de doelvennootschap heeft verworven of de beurskoers van deze effecten. Ten tweede kan worden bepaald dat een onafhankelijke instantie, bijvoorbeeld een rechter⁵⁶, de toezichthouder (AFM) of een deskundige (zoals een accountant of een financiële instelling)⁵⁷, de te bieden vergoeding vaststelt op basis van een waardering van de doelvennootschap.⁵⁸ Ook varianten zijn denkbaar, bijvoorbeeld de regel dat de door de bieder vastgestelde vergoeding wordt goedgekeurd door de toezichthouder of een deskundige,⁵⁹ dat een rechter de biedprijs vaststelt aan de hand van de gemiddelde beurskoers van de effecten en het Franse⁶⁰ en Spaanse⁶¹ systeem waarbij de prijs niet alleen wordt vastgesteld door de markt, maar ook door andere factoren, zoals de theoretische boekwaarde, de liquidatiewaarde, de activa, de omzet en de discounted cashflow van de doelvennootschap.

Mijn voorkeur gaat uit naar een systeem, zoals voorgeschreven in art. 5 lid 4 en 5 Richtlijn, waarbij de vergoeding wordt bepaald door de markt.⁶² Allereerst is dit een eenvoudig en transparant systeem. Omdat de werkingssfeer van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling zich beperkt tot beursvennootschappen (§ 6.4), kan de vergoeding worden bepaald aan de hand van de transacties of de beurskoers van de afgelopen periode. Hierdoor wordt een verdere belasting van het rechterlijke apparaat voorkomen en behoeven er geen kostbare deskundigenonderzoeken plaats te vinden. Bij uitkoop- en geschillenprocedures, waar de rechter de waarde van de aandelen vaststelt, vormt de prijsbepaling het belangrijkste twistpunt.⁶³ Voorts draagt zulk een regeling bij aan de rechtszekerheid. De controleerend effectenhouder weet op voor-

56 Een prijsbepaling door de rechter is thans voorgeschreven in de uitkoopregeling (art. 2:92a/201a BW), de geschillenregeling (art. 2:340 BW) en het voorgestelde art. 2:359h lid 5 BW (door OK op te leggen biedplicht bij ontmanteling van beschermingsconstructies), waarover Kamerstukken II, 2000-2001, 25 732, nr. 16, p. 11.

57 In deze zin de oude Zwitserse regeling, zie Timmerman (1998), p. 112. Men denke ook aan de prijsvaststelling door een onafhankelijke deskundige bij de aanbiedingsplicht en de overdracht bij het niet voldoen aan kwaliteitseisen (art. 2:87a/87b lid 3 BW) en de verklaring van de accountant bij fusie en splitsing dat de ruilverhouding redelijk is (art. 2:328 BW).

58 Geen van de respondenten inzake het Consultatiedocument verplicht bod (2002) acht een dergelijk systeem wenselijk, zie Nieuwe Weme (2002/1), p. 211.

59 Vgl. Beckmann (1995/2), p. 2410-2411.

60 Art. 5-5-2 jo. art. 5-1-9 Règlement Général du CME, zie Gide Loyrette Nouel (2000), p. 4; Wy-meersch (2002), p. 533; Allen & Overy (2002), p. 19. In de praktijk wordt voor het vaststellen van de biedprijs echter vooral aangesloten bij de prijs die de controleerend effectenhouder heeft betaald om de controle te verwerven (Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 168), wat doorgaans inhoudt dat ten minste moet worden geboden de hoogste prijs die de controleerend effectenhouder in de afgelopen 12 maanden voor de desbetreffende effecten heeft betaald. Anders Clausen/Sørensen (1999), p. 198.

61 Art. 73 Real Decreto 1197/1991, zie De Cárdenas Smith (2001), p. 461.

62 Evenzo Commissie Winter (2002), p. 45 e.v., Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 64; Euronext (2002), p. 4; SCGOP (2002), p. 5; Oppelaar/Banz (2002), p. 13; De Rooy (2000), p. 34; De Kluiver (2000), p. 114, na eerder – De Kluiver (1998/1), p. 255 – te hebben gepleit voor een toetsing van de biedprijs door de OK op basis van een deskundigenbericht.

63 Den Boer (2002), p. 339.

hand welke vergoeding hij moet bieden.⁶⁴ Vaak zal dit ook bekend zijn in de markt, hetgeen bevorderlijk is voor een gerechtvaardigde koersvorming. Een ander argument is dat in verband met de evenredige verdeling van de controlepremie moet worden aangesloten bij de vergoeding die de controlerend effectenhouder heeft betaald om de controle te verwerven (§ 9.6.2 sub a), zodat een onafhankelijke derde bij het bepalen van de vergoeding weinig ruimte heeft. Voorts wordt hiermee aangesloten bij de meerderheid van de onderzochte landen (zie § 9.6.2 en § 9.6.3)⁶⁵, wat bijdraagt aan de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3).

Het is wenselijk dat de verplicht bod-regeling concrete criteria geeft voor het vaststellen van de minimaal te bieden vergoeding.⁶⁶ Een verwijzing naar een algemeen beginsel (bijvoorbeeld het gelijkheidsbeginsel) of een algemene formulering (bijvoorbeeld het begrip 'een billijke prijs', zoals gebezigd in oude Richtlijnvoorstellen) leidt niet tot de gewenste rechtszekerheid en zal aanleiding geven tot rechterlijke procedures.⁶⁷ Zie nader § 9.6.2 en § 9.6.3.

9.6.2. De hoogte van de vergoeding

a. Aansluiten bij de prijs die is betaald om de controle te verwerven

Een van de doelstellingen van de door mij voorgestane en de door de Richtlijn voorgeschreven verplicht bod-regeling is het bewerkstelligen van een evenredige verdeling van de controlepremie (§ 2.5 en § 3.4). Gelet hierop moet voor de minimaal te bieden vergoeding in ieder geval worden aangesloten bij de prijs die door de controlerend effectenhouder aan de verkopende effectenhouders is betaald om de controle te verwerven.⁶⁸ Indien de controle is verkregen door verwerving van één pakket, dient de minimaal te bieden vergoeding dus gelijk te zijn aan de vergoeding die voor dit pakket is betaald.⁶⁹ De situatie is minder eenvoudig indien de controle is verkregen door aankopen ter beurze, omdat er dan doorgaans uiteenlopende prijzen zijn betaald. In dat geval is de gewogen gemiddelde prijs die voor de effecten is betaald naar mijn oordeel de beste indicator.⁷⁰ Deze prijs geeft immers weer wat voor het controlerend

64 Enzo Toelichting op Richtlijnvoorstel 2002, PbEG 2003, C 45 E/5

65 En de overgrote meerderheid van de lidstaten, Commissie Winter (2002), p. 47.

66 Aldus ook Commissie Winter (2002), p. 48-49, die tevens (p. 47) een overzicht geeft van in de EU gehanteerde criteria voor het berekenen van de vergoeding.

67 Vgl. ook Krause (1996/3), p. 213; Hopt (1997), p. 389

68 Enzo Lambrecht (2002), p. 446

69 In gelijke zin Clausen/Sørensen (1999), p. 197; De Kluiver (1998/1), p. 257; De Kluiver (2000), p. 114; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 63. Anders Raaijmakers (2001/1), p. 142; Raaijmakers (1999), p. 294.

70 Euronext (2002), p. 4, wenst aan te sluiten bij de hoogste of de gemiddelde prijs. Anders Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 65; VEB (2002), p. 12; SCGOP (2002), p. 5; Oppelaar/Banz (2002), p. 13, die allen de hoogste prijs-regel bepleiten. Vgl. ook Clausen/Sørensen (1999), p. 197; Cornelis/Grenson (1997), p. 58.

belang is betaald. De door art. 5 lid 4 Richtlijn⁷¹ voorgeschreven en in de meerderheid van de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk⁷², Duitsland, Frankrijk⁷³, België⁷⁴, Italië en Zwitserland⁷⁵)⁷⁶ gehanteerde hoogste prijs-regeling acht ik principieel onjuist, omdat de hoogste prijs niet indicatief is voor hetgeen voor het controlerend belang is betaald. De hoogste prijs-regel zal in de regel tot de onredelijke uitkomst leiden dat de resterende effectenhouders een hogere vergoeding ontvangen dan is betaald aan de meerderheid van de uitgetreden effectenhouders.^{77,78} De hoogste prijs-regel uit de Richtlijn dient dan ook in het kader van de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn (zie art. 20) te worden gewijzigd in een gemiddelde prijs-regel.

- 71 Zie Krause (2004), p. 116-117; Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 230-231. Deze hoogste prijs-regel is opgenomen op advies van de Commissie Winter (2002), aanbeveling II 2; vgl. Schutte-Veenstra (2002/2), p. 56. Ook het Europees Parlement (2000/2), amendement 8, bepleitte een dergelijke bepaling. Eerdere Richtlijnvoorstellen bevatten geen concrete prijsregel. Art. 5 lid 1 Richtlijnvoorstellen 1999-2002 sprak slechts van een 'billijke prijs', omdat de verschillende regelingen van de lidstaten te uiteenlopend waren om een compromis te realiseren; zie Questions and Answers van de Europese Commissie (2000), nr. 14. Zie ook art. 10 Richtlijnvoorstellen 1996 en 1997 volgens welk het bod werd gedaan tegen resp. 'een prijs die in overeenstemming is met het streven naar de bescherming van hun [de effectenhouders, MNW] belangen' en 'een prijs die een gelijkwaardige behandeling van de aandeelhouders waarborgt'. Art. 4 Richtlijnvoorstellen 1989 en 1990 bevatte geen enkel richtsnoer voor de te bieden prijs, zie Baums (1989), p. 1380.
- 72 Rule 9.5 City Code, waarover Weinberg/Blank, § 4-8029 e.v. (1999); Pearson/Adams (2003), p. 138; Kenyon-Slade (2004), nr. 9.207; De Kluiver (1998/1), p. 255, 257.
- 73 Formeel wordt de biedprijs vastgesteld op grond van verschillende criteria, maar in de praktijk wordt de hoogste prijs-regel gehanteerd, § 9.6.1.
- 74 Art. 41, § 1 De Benedetti-KB, zie Geens (2000), p. 527 e.v.; Cornelis/Grenson (1997), p. 58. België onderscheidt controleverwerving door verschillende aankopen en controleverwerving door aankoop van één pakket. In het eerste geval geldt de hoogste prijs-regel. In het tweede geval wordt aangesloten bij de prijs die voor het pakket is betaald.
- 75 Zie § 9.6.2 sub c voor Duitsland, Italië en Zwitserland.
- 76 Evenzo de verplicht bod-regeling van de meeste andere lidstaten, Noorwegen en de oude Duitse regeling; zie Commissie Winter (2002), p. 47; Clausen/Sørensen (1999), p. 198; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 563.
- 77 Stel dat door aankoop van 100 aandelen de controle is verkregen. Voor 99 aandelen is een premie van 10% betaald en voor één aandeel een premie van 50%. Volgens de hoogste prijs-regel zal de biedprijs in dit geval een controlepremie van 50% moeten bevatten, terwijl aan de grote meerderheid van de aandeelhouders slechts 10% premie is betaald.
- 78 Een ander voorbeeld. Stel de bieder heeft de controle verworven door koop van 30 aandelen: 29 aandelen tegen € 10,- per aandeel zonder betaling van een premie en één aandeel voor € 15,-. De premie die voor dit controlerend pakket is betaald bedraagt in totaal € 5,-, wat betekent dat per verworven aandeel een controlepremie van € 0,17 (5/30) is betaald. Volgens de gemiddelde prijs-regel bedraagt de biedprijs dan ten minste € 10,17. Ik zie niet in waarom in dat geval € 15,- zou moeten worden geboden. Anders Wymeersch (1992/1), p. 87; Wymeersch (2002), p. 532, die opmerkt dat als de premie slechts voor een deel van de aandelen werd betaald, bijvoorbeeld voor de laatste 5% die tot daadwerkelijke controleverwerving heeft geleid, het bod dan tegen deze hoogste prijs moet geschieden teneinde de controlepremie evenredig over de effectenhouders te verdelen. Vgl. ook Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 64-65.

Ik acht het niet gewenst om – zoals voorgesteld door het Europees Parlement⁷⁹, maar niet overgenomen in art. 5 lid 4 Richtlijn – voor het bepalen van de minimale vergoeding slechts rekening te houden met aankopen die de controlerend effectenhouder ter beurse heeft verricht.⁸⁰ Met een dergelijke beperkte regeling wordt immers geen evenredige verdeling van de controlepremie bewerkstelligd indien buiten de beurs effecten worden verworven tegen betaling van een controlepremie.

Gegeven de door de Richtlijn voorgeschreven hoogste prijs-regel, bepleit ik de volgende regeling, zie art. 9bb lid 1 (proeve) Bte 1995. De te bieden vergoeding is ten minste gelijk aan de hoogste prijs die door de controlerend effectenhouder, of door personen met wie hij in overeenstemming handelt (§ 7.5), in de twaalf maanden voor het moment van de controleverwerving voor soortgelijke effecten is betaald. De absolute ondergrens is de gemiddelde beurskoers, waarover § 9.6.2 sub c. Met de referentieperiode van twaalf maanden wordt aangesloten bij de meerderheid van de onderzochte landen (slechts Duitsland kent een referentieperiode van drie maanden) en volstaan aan art. 5 lid 4 Richtlijn, dat een referentieperiode noemt van zes à twaalf maanden.⁸¹ De vergoeding wordt per soort effecten berekend.⁸² Er wordt rekening gehouden met in de referentieperiode gesloten koopovereenkomsten die nog niet tot betaling hebben geleid en optie-overeenkomsten.⁸³ De betaalde prijs wordt geschoond van oneigenlijke elementen, zoals vergoedingen voor tussenpersonen en andere transactiekosten. Voorts vindt er een correctie plaats indien de prijs een vergoeding bevat voor nog niet uitgekeerd dividend ('cum dividend'). Het gaat dus om de netto prijs.⁸⁴

b. Aansluiten bij de beurskoers

Niet gewenst acht ik een regeling die slechts aansluit bij de hoogste of de gemiddelde beurskoers in de periode voor het uitbrengen van het bod.⁸⁵ Deze koers brengt

79 Europees Parlement (2000/3), amendement 8

80 Evenzo Commissie Winter (2002), aanbeveling II 2

81 Ook de Commissie Winter (2002), II.2, en het Europees Parlement (2000/3), amendement 8, bepleiten een referentieperiode van twaalf maanden. De respondenten inzake het Consultatiedocument verplicht bod (2002) noemen een termijn van zes à twaalf maanden, zie Nieuwe Weme (2002/1), p. 212. De Serière (2002), p. 508, bepleit een periode van zes maanden, omdat gezien de volatilitet van de effectenmarkten bij een lange periode de kans groter wordt dat de hoogste prijs in geen verhouding meer staat tot de marktprijs. De Commissie juridische zaken en interne markt (zie Europees Parlement (2000/1), amendement 3) is voorstander van een drie maanden-termijn.

82 In gelijke zin Commissie Winter (2002), aanbeveling II.2, p. 51. Vgl. ook Clausen/Sørensen (1999), p. 199

83 Evenzo de Duitse regeling, § 31 Abs. 6 WpÜG, waarover Haarmann (2002), § 31 WpÜG, Rn. 157 e.v.; Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 65 e.v.

84 In gelijke zin note 2 en 4 on Rule 9.5 City Code.

85 Een dergelijke regel wordt bepleit door Meier-Schatz (1992), p. 155; Hirsch/Hertig (1992), p. 437-438; Oostwouder (1999), p. 84, en naar ik begrip ook door Raaijmakers (1999), p. 294, die immers opmerkt dat bij een verplicht bod geen overnamepremie past en dat daarom de biedprijs dient te worden vastgesteld op de werkelijke waarde.

immers doorgaans niet de prijs tot uitdrukking die is betaald om de controle te verkrijgen. In geen van de onderzochte landen wordt de biedprijs dan ook uitsluitend gebaseerd op de beurskoers.

c. Combinatie: hoogste prijs of gemiddelde beurskoers

De hoogste prijs-regel (§ 9.6.2 sub a) zal niet altijd tot een biedprijs, althans een reële biedprijs, leiden. Het is bijvoorbeeld mogelijk dat de controle is verkregen zonder aankoop van effecten (men denke aan juridische fusie of splitsing, inkoop, erfopvolging, schenking, etc.; § 8.6), zodat met de hoogste prijs-regel geen biedprijs kan worden vastgesteld. Ook kan voor de controle een prijs zijn betaald beneden de beurskoers (bijvoorbeeld door een onderhandse aankoop van een pakket^{86,87}, het uitoefenen van een call-optie of het nemen van nieuw uitgegeven aandelen⁸⁸), in welk geval volgens de hoogste prijs-regel de biedprijs onder de beurskoers mag liggen en de resterende effectenhouders geen daadwerkelijke exit wordt geboden. Evenmin zal er een reële uittredmogelijkheid zijn, indien de beurskoers recentelijk sterk is gestegen. Voorts biedt de hoogste prijs-regel veel ruimte voor misbruik. Indien bijvoorbeeld buiten de referentieperiode tegen betaling van een controlepremie 29% van de stemrechten wordt verkregen en vervolgens tijdens de referentieperiode de laatste 1% tegen een zeer lage prijs wordt verworven, zal bij toepassing van de hoogste prijs-regel een verplicht bod kunnen worden uitgebracht tegen bedoelde zeer lage prijs. Voor deze bijzondere situaties is het wenselijk dat wordt bepaald dat de minimaal te bieden vergoeding, evenals in Duitsland⁸⁹ en Zwitserland⁹⁰, nimmer lager is dan de

86 Het is niet ongebruikelijk dat een groot pakket in een klein beursfonds onder de beurskoers wordt verkocht. Boron (Fentener van Vlissingen) nam onlangs van Wolsden een 51%-pakket over in Porcelain Fles tegen een prijs van € 12,27, terwijl de beurskoers € 16,- bedroeg; zie HFD (2003/4).

87 De durfkapitalisten CVC en PAI namen in 2002 een 54%-belang over van Fiat in het Franse Provimi SA wier aandelen waren genoteerd aan Euronext Paris. Het pakket werd overgenomen tegen een prijs (€ 14,50) die 24% onder de beurskoers (€ 19) lag. Strikt genomen zou volgens de Franse verplicht bod-regeling wat betreft de biedprijs moeten worden aangesloten bij deze lage prijs. Verschillende aandeelhouders hebben hiertegen verzet aangetekend bij de Franse toezichthouder (thans AMF). Zie HFD (2002/1); HFD (2002/2).

88 Volgens Barclay/Holderness/Sheehan (2001) wordt in de Verenigde Staten bij een onderhandse plaatsing van een pakket gemiddeld 19% korting gegeven ten opzichte van de beurskoers. Men denke ook aan de situatie zoals die zich in 1999 bij Gucci voordeed. Gucci plaatste ter afwering van LVMH een 42%-belang bij 'white knight' PPR tegen een prijs van 75 dollar per aandeel. Gucci had echter eerder, in de onderhandelingen met LVMH, aangegeven dat een Gucci-aandeel tussen de 81 en 88 dollar zou moeten opbrengen. Zie OK 8 maart 2001, JOR 2001/55 nt. Brnk (Gucci).

89 § 39 jo. § 31 Abs. 1 WpÜG jo. § 3-6 WpÜG-Angebotsverordnung, waarover Thun (2002), Steinmeyer/Häger (2002), § 31 WpÜG; Krause (2004), p. 117.

90 Art. 32 Abs. 4 BEHG jo. Art. 37 en 38 Börsenverordnung der EBK, waarover Bernet (1998), p. 230-234; Köpfl (2000), p. 232 e.v.; Daeniker (1998), p. 212-214; Schärer/Aregger (2003), p. 152 e.v.; Von der Crone (1997), p. 57-58.

gemiddelde beurskoers⁹¹ over de referentieperiode.⁹² Zie art. 9bb lid 1 (proeve) Bte 1995. Een dergelijke uitbreiding is volgens de Richtlijn geoorloofd (§ 3.6.1).

d. De vergoeding voor effecten waarvoor geen prijs is betaald en die evenmin zijn genoteerd

De door mij voorgestane gecombineerde regel (§ 9.6.2 sub c) leidt niet tot een prijsvaststelling inzake aandelen en certificaten waarvoor de controlerend effectenhouder geen vergoeding heeft betaald en die evenmin ter beurse zijn genoteerd.⁹³ Men denke aan de situatie dat de controlerend effectenhouder gewone ter beurse genoteerde aandelen heeft verworven, maar dat de vennootschap daarnaast ook prioriteitsaandelen, preferente aandelen en gewone aandelen op naam heeft uitgegeven. Een ander voorbeeld is het geval dat niet ter beurse genoteerde effecten zijn verkregen door erfopvolging of schenking. Ten aanzien van deze effecten zou kunnen worden bepaald dat de AFM of de OK de minimaal te bieden vergoeding vaststelt, al dan niet nadat door haar te benoemen deskundigen daarover advies hebben uitgebracht. Vgl. de waardebeoordeling bij de uitkoopregeling (art. 2:92a/201a lid 5 BW) en de geschillenregeling (art. 2:339 lid 1 BW). Een dergelijke regeling herbergt echter de in § 9.6.1 genoemde bezwaren van vertraging en verdere belasting van de toezichthouder of rechterlijke macht.

Het heeft mijn voorkeur om, zoals in Duitsland⁹⁴, de bieder de bevoegdheid te geven zelf een redelijke biedprijs vast te stellen, op basis van de gebruikelijke waarderingsmethoden.⁹⁵ Volstaan kan worden met het voorschrift dat voor deze effecten ten minste een redelijke vergoeding wordt geboden, zie art. 9bb lid 2 (proeve) Bte 1995. Omdat biedingen op verschillende soorten effecten volgens de door mij voorgestane verplicht bod-regeling in een redelijke verhouding tot elkaar moeten staan (§ 9.6.2 sub e), zal een dusdanige prijs moeten worden vastgesteld dat ook deze effecten

91 Onder beurskoers kan worden verstaan de koers van de aan Euronext Amsterdam genoteerde effecten. Indien hier geen notering is, geldt de koers van de effecten die zijn genoteerd aan een andere erkende effectenbeurs in de EER, en bij meerdere noteringen, de beurs met de hoogste omzet in de desbetreffende effecten in de referentieperiode.

92 Ook Finland (Wist/Rosenlew (2001), p. 143, Kaisanlahti (1997), p. 5), Oostenrijk (zie Zwissler (1999), p. 416; Köck (2001), p. 54-55; Fuchs (2002), p. 152-153) en Portugal (Lopes (2001), p. 436; Wymeersch (2002), p. 532) kennen een dergelijk systeem. Zie voorts de Italiaanse regeling (art. 106.2 Decreto Legislativo 58/1998, waarover Diemer/Hasseibach (2000), p. 829), volgens welke de biedprijs ten minste gelijk is aan het gemiddelde van de hoogste prijs die de controlerend effectenhouder voor de desbetreffende effecten heeft betaald en de gewogen gemiddelde beurskoers over de referentieperiode.

93 Vgl. ook Clausen/Sørensen (1999), p. 199.

94 Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 78.

95 Hierbij kan worden gedacht aan de bij de uitkoop- en geschillenprocedure vaak toegepaste discounted cash flow-methode voor ondernemingsgebonden activa en passiva en de gecorrigeerde intrinsieke waarde voor overige activa en passiva, waarover Den Boer (2002), p. 340 en 343. Zie ook Cools/Le Grand (2002).

tenhouders een evenredig deel van de controlepremie ontvangen. Overwogen kan worden om daarnaast te bepalen dat een bod slechts redelijk is indien een door de bieder aangewezen accountant dit verklaart, vgl. art. 2:238 BW.

e. Vergelijkbare biedingen op verschillende soorten effecten

Gelet op het algemene beginsel van openbare biedingen dat de bieder de effectenhouders gelijk, althans gelijkwaardig, dient te behandelen en om te bewerkstelligen dat alle kapitaalverschaffers een evenredig deel van de controlepremie ontvangen (§ 2.5), dienen de voor de verschillende soorten aandelen en certificaten te bieden vergoedingen gelijkwaardig te zijn.⁹⁶ Omdat het lastig is om hiervoor een concreet voorschrift te formuleren, wat overigens ook tot een starre regeling zou leiden, dient naar mijn oordeel – evenals in het Verenigd Koninkrijk⁹⁷ en Zwitserland^{98,99} – te worden bepaald dat de voor de verschillende soorten aandelen en certificaten te bieden vergoedingen in een redelijke verhouding tot elkaar staan. Zie art. 9bb lid 3 (proeve) Bte 1995.¹⁰⁰ Het gebruik van deze open norm blijkt in voornoemde landen een hanterbaar criterium te zijn dat niet tot onaanvaardbare rechtsonzekerheid leidt. Een dergelijke regel zou overigens ook moeten gelden bij het vrijwillig bod.

f. De geoorloofdheid van pakketvergoedingen

Een door één persoon gehouden pakket effecten is inherent meer waard dan hetzelfde aantal effecten dat over meerdere personen is verspreid. Een pakket vertegenwoordigt derhalve een meerwaarde.¹⁰¹ Door bij het vaststellen van de minimaal te

96 Enzo Davies (2002/1), p. 3.

97 Rule 9.1 jo 14.1 City Code ('comparable offer'), waarover Weinberg/Blank, § 4-4002 (1999); Clausen/Sørensen (1999), p. 199

98 Art. 32 Abs. 5 BEHG jo Art. 38 Abs. 2 Börsenverordnung der EBK ('angemessenen Verhältniss'), waarover Köpfli (2000), p. 239; Daeniker (1998), p. 213.

99 Ook Finland kent zulk een regel, Wist/Rosenlew (2001), p. 143. Vanwege het ontbreken van deze regel in het Duitse recht kon Procter & Gamble bij het openbaar bod op Wella voor de twee soorten aandelen sterk uiteenlopende prijzen bieden, waardoor de controlepremie niet evenredig over de aandeelhouders werd verdeeld, zie Groom (2004).

100 Indien bijvoorbeeld volgens de hoogste prijs/gemiddelde beurskoers-regel (§ 9.6.2 sub c) voor aandeel A ten minste € 10,- moet worden geboden en de waarde van aandeel B circa 50% is van de waarde van aandeel A, zal voor aandeel B ten minste € 5,- moeten worden geboden. Een ander voorbeeld. Indien voor de aandelen A en B ingevolge de hoogste prijs/gemiddelde beurskoers-regel ten minste € 20,- resp. € 30,- moet worden geboden en de verplicht bieder het bod op aandeel A – vrijwillig – verhoogt tot € 25,-, zal ook het bod op aandeel B met 25% moeten worden verhoogd.

101 Enzo HR 24 september 1976, NJ 1978, 135 nt. B.W. (Erdal), waarover Asser-Maeijer 2-III (2000), nr. 589; Commissie Vennootschapsrecht (1973); Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 145-146. Vgl. ook OK 8 maart 2001, JOR 2001/55 nt. Brink (Gucci), ro. 4.8: een uitgifte van een pakket aandelen aan een aandeelhouder die daardoor de zeggenschap verkrijgt zonder daarvoor een premie te betalen, levert een gegronde reden op om aan een juist beleid van de vennootschap te twijfelen. Vgl.

bieden vergoeding aan te sluiten bij de hoogste prijs die de controlerend effectenhouder in de referentieperiode heeft betaald (§ 9.6.2 sub a), wordt het betalen van een extra vergoeding voor dergelijke pakketten (pakketvergoeding) feitelijk onmogelijk. Indien immers in de referentieperiode een pakketvergoeding is betaald, moet deze hoge vergoeding bij het verplicht bod ook aan de resterende effectenhouders worden aangeboden.¹⁰² Het betalen van een pakketvergoeding maakt een overname dus veel duurder en daarom onaantrekkelijker.¹⁰³ Ingeval echter wordt afgezien van het betalen van een pakketvergoeding, zal de pakkethouder minder snel geneigd zijn om zijn pakket over te dragen en zal de beoogde overname vaak niet plaatsvinden.¹⁰⁴ Betoogd zou kunnen worden dat deze omstandigheden niet bijdragen aan een goed functionerende overnamemarkt en dat het daarom wenselijk is dat de verplicht bod-regeling het betalen van pakketvergoedingen niet onmogelijk maakt.¹⁰⁵ De Zwitserse verplicht bod-regeling bepaalt hiertoe dat de biedprijs slechts overeen moet komen met ten minste 75% van de hoogste prijs die door de bieder is betaald, waardoor premies tot 33⅓% niet behoeven te worden betaald aan de resterende effectenhouders.¹⁰⁶ In navolging van de oude regeling¹⁰⁷ voorzag het ontwerp voor een Duitse wettelijke verplicht bod-regeling eveneens in een dergelijke afwijkingsmogelijkheid,¹⁰⁸ die echter niet in de definitieve wettekst is opgenomen. De Richtlijn lijkt ruimte te bieden voor

Rietkerk (1992) voor een bespreking van de verkoop van het overheidsbelang in Fokker aan DASA, waarbij de overnamepremie slechts aan de overheid ten goede zou zijn gekomen. Zie voorts Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 85; Raaijmakers (2001/1), p. 148; Byttebier (1993), p. 778; Hirsch/Hertig (1992), p. 434 e.v.; Maetjer (1975), p. 15 e.v.

102 Ik geef een voorbeeld. Een koper wenst de controle te verkrijgen over een vennootschap, die hij waardeert op € 1000,-. De vennootschap heeft 100 aandelen uitgegeven. Eén aandeelhouder heeft 30 aandelen. De overige 70 aandelen zijn verspreid over 70 aandeelhouders. De koper is bereid om meer dan € 300,- te betalen voor het pakket van 30 aandelen, omdat hieraan de controle is verbonden (§ 7.4.2). Siel de koper betaalt € 600,- voor het pakket, dus € 20,- per aandeel. Hij heeft dan nog € 400,- over voor de resterende 70 aandelen, dat wil zeggen € 5,71 per aandeel. Als de koper door de hoogste prijs-regel zou worden verplicht om ook voor de resterende 70 aandelen € 20,- per stuk te betalen, heeft hij in totaal € 2000,- voor de vennootschap betaald. Dit is € 1000,- te veel, gelet op zijn waardering. Indien de koper weet dat hij voor de resterende aandelen dezelfde prijs moet betalen als voor het pakket, zal hij voor het pakket maar € 300,- en dus geen pakketvergoeding – willen betalen.

103 In deze zin Brandt (2001), p. 13.

104 Vgl. ook Gower (1997), p. 792-793; U.Chi.L.Rev (1952), p. 870-871; Barclay/Holderness (1992), p. 276 e.v.; Byttebier (1993), p. 778; Frei (1996), p. 137.

105 Vgl. Davies (2002/1), p. 15.

106 Art. 32 Abs. 4 BEHG, waarover Köpflı (2000), p. 205; Gruber (1996), p. 98 e.v.; Daeniker (1998), p. 212-213; Von der Crone (1997), p. 46. Evenzo de Oostenrijkse (85%) en Braziliaanse (80%) verplicht bod-regeling, zie Fuchs (2002), p. 152-153; Zwissler (1999), p. 416; Köck (2001), p. 54-55; Pinheiro Neto (2002); Xavier, Bernardes, Bragança (2003).

107 Art. 17 Übernahmekodex, waarover Übernahmekommission (1996), p. 22-23; Hopt (1997), p. 389; Kallmeyer (1996), p. 170; Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 86.

108 § 4 Referentenentwurf WpÜG-Angebotsverordnung bood de mogelijkheid om een grootaandeelhouder een prijs te betalen die maximaal 15% hoger lag dan de prijs die aan de overige aandeelhouders diende te worden betaald, zie Liebscher (2001), p. 864-865; Brandt (2001), p. 13.

zulk een regeling.¹⁰⁹ Ingevolge art. 3 lid 1 sub a Richtlijn moeten de effectenhouders 'gelijkwaardig' worden behandeld¹¹⁰, terwijl art. 5 lid 4 Richtlijn expliciet toestaat een uitzondering te maken voor het geval de hoogste prijs bij overeenkomst tussen de koper en de verkoper is vastgesteld.

Naar mijn oordeel moet er in de Nederlandse verplicht bod-regeling voor de vaststelling van de minimale biedprijs geen uitzondering worden gemaakt voor betaalde pakketvergoedingen. Pakketvergoedingen worden vooral betaald omdat door verwerving van het pakket de controle wordt verkregen.¹¹¹ Voorts worden deze vergoedingen betaald omdat de koper bij aankoop van een pakket niet wordt geconfronteerd met een koersstijging die wel zou ontstaan als hij ter beurse stapsgewijs aandelen zou opkopen.¹¹² Een minder belangrijke reden voor het betalen van pakketvergoedingen is dat bij verwerving van pakketten minder transactiekosten worden gemaakt dan bij aankopen ter beurse. Dit betekent dat de vergoeding voor het pakket doorgaans voor een belangrijk deel kwalificeert als controlepremie. Het uitgangspunt van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling is dat de controlepremie evenredig over de effectenhouders wordt verdeeld (§ 2.5). Indien er een uitzondering wordt gemaakt voor pakketvergoedingen, wordt dit uitgangspunt verstoord. In dat geval wordt de controlepremie immers geheel of voor een belangrijk deel geïncasseerd door de verkoper-de pakkethouder. Voorts is een belangrijk argument dat de meerderheid van de onderzochte landen (Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Italië en Spanje) evenmin een uitzondering maakt voor pakketvergoedingen. Aansluiting hierbij vergroot de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Verder kan een uitzondering voor pakketvergoedingen aanleiding geven tot misbruik. Teneinde bepaalde effectenhouders een hogere vergoeding te betalen kan immers met hen worden afgesproken dat zij hun belangen samenvoegen tot een pakket. Ook kunnen effectenhouders op eigen initiatief effecten samenvoegen om een betere prijs te bedingen. Een ander bezwaar is dat de verplicht bod-regeling door een dergelijke uitzondering complex wordt. Bepaald zal bijvoorbeeld moeten worden wanneer sprake is van een pakket dat een hogere vergoeding rechtvaardigt en of het geoorloofd is dat voor een groot pakket meer wordt betaald dan voor een klein pakket, en zo ja, hoeveel meer. Verder zou het logisch zijn dat bij een

109 Enzo Krause (2002), p. 2343

110 In Richtlijnvoorstel 1996 was bepaald dat effectenhouders 'gelijk' ('equally') worden behandeld. Dit werd in Richtlijnvoorstel 1997 gewijzigd in 'gelijkwaardig' ('equivalent'). De eis van 'gelijkwaardige' behandeling lijkt meer ruimte te bieden om effectenhouders verschillend te behandelen dan het vereiste van 'gelijke' behandeling. Toch was er geen sprake van een inhoudelijke wijziging. Anders dan in art. 3 lid 1 sub a Richtlijn werd in de Richtlijnvoorstellen 1996 en 1997 namelijk niet gesproken van houders van effecten 'van dezelfde soort', maar van effectenhouders 'die zich in gelijke omstandigheden bevinden'. In Richtlijnvoorstel 1996 was er derhalve eveneens ruimte voor een ongelijke behandeling. Zie ook Eisma (2001), p. 115.

111 Vgl. ook Liebscher (2001), p. 865.

112 Aldus ook Übernahmekommission (1996), p. 22-23.

dergelijke regeling ook aan effectenhouders die onder het verplicht bod een pakket aanmelden een pakketvergoeding mag worden betaald. Bij het vrijwillig bod is dit echter niet mogelijk (art. 9h lid 2 Bte 1995), waardoor er een ongewenst verschil ontstaat tussen vrijwillige en verplichte biedingen. Het argument dat pakkethouders hun pakket niet willen verkopen indien zij geen extra vergoeding ontvangen overtuigt niet, omdat een extra vergoeding nog wel kan worden verkregen als het pakket wordt overgedragen buiten de periode van gelijke behandeling. Tot slot is een argument voor het niet meewegen van de omvang van het belang dat hiermee wordt aangesloten bij de prijswaardering in de uitkoopprocedure (art. 2:92a BW) en de geschillenprocedure (art. 2:335 e.v. BW), waar de waarde van de aandelen immers ook pro rata parte wordt vastgesteld.¹¹³

g. Aankopen tijdens de aanmeldingstermijn

Art. 5 lid 4 Richtlijn bepaalt dat indien tijdens de aanmeldingstermijn door de controlerend effectenhouder, of personen met wie hij in overleg handelt, effecten worden verworven tegen een hogere prijs dan de biedprijs, het verplicht bod dient te worden verhoogd tot deze hogere prijs.¹¹⁴ Art. 9h lid 5 Bte 1995 ('best price rule') bevat een voorschrift dat in essentie overeenkomt met dit Richtlijnvoorschrift en, volgens de door mij voorgestane regeling, ook van toepassing is bij het verplicht bod (§ 5.6). Om aan alle eisen van art. 5 lid 4 Richtlijn te voldoen, dient art. 9h lid 5 Bte 1995 aldus te worden herzien dat ook rekening wordt gehouden met aankopen door personen die met de bieder in overeenstemming handelen en aankopen via de effectenbeurs. Een ander verschil tussen beide regelingen is dat art. 5 lid 4 Richtlijn voorschrijft dat het verplicht bod wordt verhoogd, terwijl art. 9h lid 5 Bte 1995 bepaalt dat alle effectenhouders die hun effecten hebben aangemeld de hogere prijs ontvangen. Omdat dit geen inhoudelijk onderscheid is, zie ik geen reden om art. 9h lid 5 Bte 1995 op dit punt aan te passen. Wel kan worden overwogen om te bepalen dat de aanmeldingstermijn wordt verlengd bij bedoelde aankopen, zodat effectenhouders die voornemens waren hun effecten niet aan te melden voldoende tijd krijgen om hun keuze te herzien. De omstandigheid dat effecten zijn verworven tegen een hogere prijs dan de biedprijs, verplicht tot het doen van een openbare mededeling (art. 9b lid 1 Bte 1995 en art. 28 sub h Fondsenreglement).¹¹⁵

113 Zie Den Boer (2002), p. 340 en 343, en laatstelijk OK 10 april 2003, JOR 2003/144 nt. Bulten (Hoffman), ro. 4-17.

114 Dit voorschrift is opgenomen op advies van Economische en Monetaire Commissie (2003/1), amendement 14; Europees Parlement (2003/2), amendement 14.

115 Overigens is het merkwaardig dat volgens de Richtlijn deze best price rule slechts bij het verplicht bod in acht moet worden genomen. Het betreft een regel van gelijke behandeling die naar mijn oordeel mede dient te gelden bij het vrijwillig bod. Aldus reeds art. 9h lid 5 Bte 1995. Dit volgt ook uit het gelijkheidsbeginsel van art. 3 lid 1 sub a Richtlijn.

9.6.3. De aard van de vergoeding

a. Contanten

De in het kader van het verplicht bod te bieden vergoeding kan bestaan uit contanten. Dit dienen naar mijn oordeel euro's te zijn, tenzij als alternatief liquide effecten (zie § 9.6.3 sub b) worden aangeboden. Zie art. 9cc lid 1 (proeve) Bte 1995. Evenzo de Duitse¹¹⁶ en Spaanse¹¹⁷ verplicht bod-regeling. Een verplicht bod dat luidt in Britse ponden of US-dollars is dus niet geoorloofd. Het zou immers onredelijk zijn om de resterende effectenhouders te belasten met het valutarisico en de omwisselingskosten. Art. 5 lid 5 Richtlijn staat een bod in contanten toe, maar geeft niet aan wat hieronder moet worden verstaan. Heeft de bieder de vrijheid om de valuta te kiezen die hij wenst of moet er worden geboden in de valuta die wordt gehanteerd binnen de EER dan wel in de valuta van de lidstaat wiens marktregels of zetelregels het bod beheersen? Aangenomen kan worden dat de lidstaten volgens de Richtlijn zelf een keuze mogen maken.

b. Liquide effecten

Teneinde te voorkomen dat de controlerend effectenhouder door het verplicht bod in financiële problemen geraakt (§ 2.3.3 sub a), moet het naar mijn oordeel geoorloofd zijn dat de geboden vergoeding slechts uit effecten bestaat (ruilbod).¹¹⁸ Om te garanderen dat de resterende effectenhouders een reële uitstapmogelijkheid hebben, dient daarbij als eis te worden gesteld dat de aangeboden effecten liquide van aard zijn. Met een dergelijke regeling, die is geoorloofd volgens art. 5 lid 5 Richtlijn^{119,120}, wordt aangesloten bij de biedplicht van de meerderheid van de onderzochte landen

116 § 39 jo. § 31 Abs. 2 WpÜG, waarover Steinmeyer/Häger (2002), § 31 WpÜG, Rn. 48; Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 8.

117 Art. 10.2 Real Decreto 1197/1991, zie De Cárdenas Smith (2001), p. 468.

118 Evenzo Euronext (2002), p. 5; De Kluiver (1998/1), p. 257. Anders VEB (2002), p. 14; VEUE (2002), p. 8; Oppelaar/Banz (2002), p. 15, die van oordeel zijn dat in ieder geval contanten moeten worden geboden.

119 Zie Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 231. De mogelijkheid van een ruilbod is ingevoerd in Richtlijn-voorstel 1999. Eerdere Richtlijnvoorstellen eisten in ieder geval een vergoeding in contanten. Vgl. ook Questions and Answers van de Europese Commissie (2000), nr. 12; Economisch en Sociaal Comité (2003), nr. 2.3.1

120 Op advies van Economische en Monetaire Commissie (2003/1), amendement 14; Europees Parlement (2003/2), amendement 14, is in de definitieve tekst van art. 5 lid 5 Richtlijn opgenomen dat de lidstaten mogen eisen dat in ieder geval contanten worden geboden. Zie ook Verklaringen voor de Raadsnotulen (1999), nr. 3. Deze toevoeging is, evenals art. 5 lid 6 Richtlijn, overbodig, omdat lidstaten reeds ingevolge art. 3 lid 2 sub b Richtlijn strengere voorschriften mogen stellen (§ 3.6.1).

(Duitsland¹²¹, Frankrijk¹²², België¹²³, Italië¹²⁴, Zwitserland¹²⁵)¹²⁶, hetgeen bijdraagt aan de internationale herkenbaarheid van de regeling en de Nederlandse concurrentiepositie (§ 2.2.3). Slechts het Verenigd Koninkrijk¹²⁷ en Spanje¹²⁸ eisen in ieder geval een vergoeding in contanten.¹²⁹

Ik bepleit de volgende regeling, zie art. 9cc lid 1 (proeve) Bte 1995. De te bieden vergoeding bestaat uit contanten (euro's, zie § 9.6.3 sub a) dan wel uit door de bieder, of een tot de groep van de bieder behorende vennootschap, uitgegeven aandelen of bewilligde certificaten daarvan, die liquide van aard zijn en zijn genoteerd aan een bij Euronext aangesloten effectenbeurs. Een gemengd bod is ook geoorloofd, mits de elementen daarvan zijn euro's en voornoemde effecten. Een keuzebod is toegestaan indien ten minste één van de keuzemogelijkheden euro's of bedoelde effecten betreft.

De eis dat de effecten zijn genoteerd aan een bij Euronext aangesloten effectenbeurs (thans Amsterdam, Brussel, Parijs en Lissabon) vloeit voort uit de gedachte dat de effectenhouders een daadwerkelijke exit moet worden geboden, hetgeen minder het geval is indien effecten worden aangeboden die zijn genoteerd aan een buiten Europa gelegen beurs, zoals die van New York of Tokio.¹³⁰ Denkbaar is ook om te bepalen, zoals in de Duitse¹³¹ en Italiaanse¹³² regeling, dat de aangeboden effecten moeten zijn genoteerd aan een beurs in de EER, welke ruime regeling is geoorloofd volgens art. 5 lid 5 Richtlijn. Betoogd zou nog kunnen worden dat elke vergoeding geoorloofd moet zijn, mits deze liquide is (dus bijvoorbeeld ook opties, warrants, converteerbare obligaties, dollars of goud). Vanwege de liquiditeit daarvan heeft de effectenhouder immers de mogelijkheid om de ontvangen vergoeding om te zetten in de vergoeding van zijn keuze. Een dergelijke ruime regeling lijkt mij niet wenselijk. Het uitgangspunt moet zijn dat de aard van de vergoeding voor de meerderheid van de effectenhouders geen reden is om het aangeboden direct door te verkopen. Zulk

121 § 31 Abs. 2 WpÜG, waarover Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 7 e v., Steinmeyer/Häger (2002), § 31 WpÜG, Rn. 46 e.v.

122 Art. 5-5-2 en 5-1-4 Règlement Général du CMF, zie Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 168.

123 Art. 41, § 1 De Benedetti-KB

124 Art. 47.1 Consob Regolamento 11971/1999, zie Schmid (1999), p. 408, Diemer/Hasselbach (2000), p. 829.

125 Art. 39 Abs. 1 Börsenverordnung der EBK, zie Köpfli (2000), p. 245-251; Von der Crone (1997), p. 58.

126 Evenzo de meerderheid van de lidstaten, Commissie Winter (2002), p. 48.

127 Rule 9.5(a) City Code; zie note 1 voor een uitzondering. Vgl. Weinberg/Blank, § 4-8029 (1999); Pearson/Adams (2003), p. 138; Stedman (1993), p. 191.

128 Art. 7.3 Real Decreto 1197/1991, zie De Cárdenas Smith (2001), p. 466; Uriá & Menéndez (2001), p. 2.

129 Evenzo Oostenrijk, zie Fuchs (2002), p. 154-155; Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 7.

130 Vgl. ook Steinmeyer/Häger (2002), § 31 WpÜG, Rn. 53.

131 § 31 Abs. 2 jo § 2 Abs. 7 WpÜG.

132 Art. 47.1 Consob Regolamento 11971/1999.

een regeling komt dan ook niet voor in de onderzochte landen en is evenmin toegestaan volgens art. 5 lid 5 Richtlijn.

De aangeboden effecten moeten, zoals in Duitsland¹³³, zowel ter beurse genoteerd als liquide van aard zijn.¹³⁴ Het enkele feit dat sprake is van een beursnotering is derhalve onvoldoende. De geboden effecten moeten immers wat betreft de mate van liquiditeit gelijkwaardig zijn aan contanten, hetgeen niet altijd het geval is bij effecten die aan Euronext zijn genoteerd. Evenmin is dus voldoende dat de effecten slechts liquide van aard zijn, omdat het voor de resterende effectenhouders onwenselijk kan zijn dat zij in ruil voor genoteerde effecten niet-genoteerde effecten verkrijgen. Aldus ook art. 5 lid 5 Richtlijn.¹³⁵ Wanneer sprake is van 'liquide effecten' kan door de AFM in de beleidsregel inzake het verplicht bod (§ 5.8) worden uitgewerkt.¹³⁶

De aangeboden effecten zijn uitgegeven door de bieder of door een vennootschap die deel uitmaakt van de groep van de bieder. Door dit laatste bestaat de mogelijkheid dat het bod wordt uitgebracht en de effecten worden verkregen door een speciaal daarvoor opgerichte vennootschap, maar als vergoeding door de moedermaatschappij uitgegeven effecten worden aangeboden. Overwogen kan worden om, zoals in Duitsland¹³⁷, toe te staan dat aan Euronext of in de EER genoteerde liquide effecten van een derde vennootschap worden aangeboden.¹³⁸ Het zou voor de resterende effectenhouders geen verschil moeten maken of zij effecten van de bieder of van een

133 § 31 Abs 2 WpÜG, zie Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 9 e.v.

134 In gelijke zin Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 518-519; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 66; De Serièrè (2000), p. 110. Niet aan Euronext genoteerde ondernemingen zijn op dit punt in het nadeel, omdat zij altijd een verplicht bod in contanten zullen moeten doen. Het is daarom niet uitgesloten dat zij zullen slagen in een beroep op de discriminatoire werking van deze regel voor zover deze niet aan Euronext genoteerde ondernemingen voldoen aan art. 48 EG-Verdrag, genieten zij de vrijheid van vestiging binnen de Europese Unie. Zie Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 174.

135 Zie ook de Questions and Answers van de Europese Commissie (1999), waarover Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1), p. 174. Het is overigens merkwaardig dat bij de vrijstelling die geldt voor controleverwerving door een vrijwillig bod (art. 5 lid 2 Richtlijn) niet als eis wordt gesteld dat bij een ruilbod in ieder geval genoteerde liquide effecten worden geboden, Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 518; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 66 Anders art. 11b lid 1 sub a (proeve) Vrijstellingsregeling Wte 1995.

136 De AFM dient hierbij onder meer rekening te houden met de voorgenomen ruilverhouding, de concentratie van effectenbezit bij de doelvennootschap en het geplaatst kapitaal van de verplicht bieder. Indien bijvoorbeeld een aandeelhouder van de doelvennootschap door het ruilbod een groot belang zal verwerven in de bieder, dienen er extra eisen te worden gesteld aan de liquiditeit. Bij gebreke daarvan is het mogelijk dat de nieuwe grootaandeelhouder zijn verworven pakket niet tegen een redelijke prijs kan vervreemden, zodat hem geen reële exit wordt geboden. Vgl. ook Clarke (1999), p. 84. Omdat per geval zal moeten worden beoordeeld of de liquiditeit toereikend is, acht ik het ongewenst om – zoals bepleit door De Serièrè (2002), p. 509 – de wetgever het begrip 'liquide effecten' te laten uitwerken.

137 § 39 jo. § 31 Abs. 2 WpÜG, zie Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 9.

138 Men denke aan het geval dat Aegon de zeggenschap verwerft in ABN Amro en vervolgens bij het uitbrengen van het verplicht bod door haar gehouden aandelen ING aanbiedt.

derde ontvangen. Desgewenst kan de effectenhouder alsnog de door hem verlangde effecten van de bieder kopen. Art. 5 lid 5 Richtlijn lijkt hiervoor ruimte te bieden.¹³⁹

Bij het ruilbod zonder alternatief in contanten bestaat de vergoeding uit aandelen of bewilligde certificaten, omdat het verplicht bod ook op deze effecten betrekking heeft (§ 9.5.1). Het zou onredelijk zijn effecten aan te bieden waaraan geen stemrechten zijn verbonden, zoals rechten op aandelen (opties, converteerbare obligaties, e.d.).¹⁴⁰ Evenzo Duitsland¹⁴¹ en art. 5 lid 5 Richtlijn. Overwogen kan worden om te bepalen dat een aandeelhouder geen certificaten mag worden aangeboden, omdat hieraan minder 'stemrecht' is verbonden. Omdat de certificaaathouder in toenemende mate kan bepalen hoe het stemrecht op de onderliggende aandelen wordt uitgeoefend (§ 7.4.3 sub a), de certificaten vanwege de vereiste liquiditeit te allen tijde kunnen worden verkocht en om de regeling zo eenvoudig mogelijk te houden, heb ik gemeend om deze eis niet op te nemen.¹⁴²

Een ruilbod zonder alternatief in contanten is slechts geoorloofd indien de vennootschap waarvan effecten worden aangeboden (doorgaans de bieder) geen controlerend aandeelhouder heeft.¹⁴³ Voorkomen moet worden dat de resterende effectenhouders door aanvaarding van het verplicht bod in een vergelijkbare situatie geraken. Het AK van de bieder wordt in dit verband niet aangemerkt als controlerend effectenhouder. Zie art. 9cc lid 2 (proeve) Bte 1995.

c. Ten minste contanten indien vóór of tijdens het bod tegen contanten effecten zijn verworven

Uit het beginsel dat de verplicht bieder de effectenhouders gelijk of gelijkwaardig behandelt volgt naar mijn oordeel dat effectenhouders recht hebben op dezelfde soort vergoeding.¹⁴⁴ Dit betekent dat indien de bieder in een bepaalde periode vóór het bod ('voorverwervingen') of in de periode van het uitbrengen van het bod tot gestanddoening ('parallelverwervingen') effecten heeft verworven tegen een vergoeding in contanten, het verplicht bod respectievelijk de vergoeding in ieder geval in contanten moet luiden.¹⁴⁵ Aldus ook art. 5 lid 5 Richtlijn¹⁴⁶ en de Duitse¹⁴⁷ en Italiaanse¹⁴⁸ verplicht bod-regeling.¹⁴⁹

139 Evenzo Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 519; Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 66.

140 Anders Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 5; De Serière (2002), p. 508.

141 § 31 Abs. 2 WpÜG, zie Steinmeyer/Häger (2002), § 31 WpÜG, Rn. 49, Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 16.

142 Aldus ook Van Olffen (2000), p. 31; Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2), p. 5.

143 Evenzo De Kluiver (1998/1), p. 257.

144 In gelijke zin Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 27.

145 Anders dan in het Consultatiedocument verplicht bod (2002), p. 23, wordt gesuggereerd, wordt met deze regel dus niet beoogd te bewerkstelligen dat aandeelhouders tot wie het bod is gericht hun belang zonder problemen ten gelde kunnen maken, zie Nieuwe Weme (2002/1), p. 212.

Ik stel de volgende – op art. 5 lid 5 Richtlijn gebaseerde – regeling voor, zie art. 9cc lid 3 (proeve) Bte 1995. Er wordt in ieder geval een vergoeding in contanten (euro's, zie § 9.6.3 sub a) aangeboden, indien de controlerend effectenhouder, of personen met wie hij in overeenstemming handelt (§ 7.5), in de periode vanaf 12 maanden¹⁵⁰ vóór het verwerven van de controle tot gestanddoening van het bod, 5% of meer van de stemrechten of het geplaatst kapitaal van de doelvennootschap heeft verworven tegen een vergoeding in contanten. Aangenomen wordt dat de controle is verkregen op het moment van de openbare mededeling ter zake (§ 7.7). De 5%-drempel acht ik gewenst, omdat het onredelijk zou zijn dat een enkele aankoop tegen contanten reeds de mogelijkheid van een ruilbod dwarsboomt. Anders dan de Richtlijn voorschrijft, zou deze verplichting overigens niet alleen moeten gelden bij het verplicht bod, maar ook, zoals in Duitsland, bij het vrijwillig bod.¹⁵¹

Deze regeling sluit niet uit dat de bieder kort na afwikkeling van een ruilbod, al dan niet op grond van voordien met bepaalde effectenhouders gemaakte afspraken, tegen contanten effecten verwerft. Teneinde een dergelijke situatie, die op gespannen voet staat met het gelijkheidsbeginsel, te voorkomen, kan worden overwogen om te bepalen dat de bieder na gestanddoening van een ruilbod gedurende een bepaalde periode geen effecten mag verwerven tegen contanten. Om te voorkomen dat de bieder door zulk een verbod na een ruilbod geen effecten kan verwerven via de beurs, zouden beurstransacties kunnen worden vrijgesteld van het verbod. Ook deze regel zou zowel moeten gelden voor het verplicht bod als het vrijwillig bod. Vgl. het bestaande verbod voor de bieder om gedurende een periode van drie jaar na het vrijwillig bod effecten te verwerven tegen een hogere prijs dan de biedprijs (art. 6b Wte 1995 jo. art. 11a lid 3 Vrijstellingsregeling Wte 1995)¹⁵².

9.6.4. *Afwijking van de wettelijke of statutaire vergoeding in bijzondere omstandigheden*

In bijzondere omstandigheden kan naleving van de voorschriften inzake de hoogte van de vergoeding (§ 9.6.2) onwenselijk zijn. Men denke aan het geval dat de waar-

146 Opgenomen op advies van Europees Parlement (2000/3), amendement 8.

147 § 31 Abs. 3 WpÜG, zie Thun (2002), § 31 WpÜG, Rn. 27 e.v., Steinmeyer/Häger (2002), § 31 WpÜG, Rn. 56 e.v.; Hengeler Mueller Weitzel Wirtz (2000), p. 3.

148 Art. 47.1 Consob Regolamento 11971/1999, zie Diemer/Hasselbach (2000), p. 829.

149 In het Verenigd Koninkrijk is een verplicht ruilbod zonder alternatief in contanten niet geoorloofd (§ 9.6.3 sub b), waardoor de in Rule 11.1 City Code neergelegde 'mandatory cash offer-rule' slechts relevant is voor het vrijwillig bod; zie Weinberg/Blank, § 4-4034 e.v. (1999); Pearson/Adams (2003), p. 149 e.v.

150 Richtlijnvoorstel 2002 vermeldde een termijn van drie maanden. Volgens de definitieve tekst van de Richtlijn moet deze termijn overeenkomen met de referentieperiode van de hoogste prijs-regel. In de door mij voorgestane regeling is dat 12 maanden (§ 9.6.2 sub a).

151 Vgl. Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 269.

152 Zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), hoofdstuk 13; Schutte-Veenstra (2002), art. 6b Wte 1995.

de van het effect van de doelvennootschap recentelijk sterk is gedaald door een surseanceaanvraag, een terroristische aanslag, een natuurramp of een megaclaim en aan de situatie waarin de beurskoers sterk is gestegen, bijvoorbeeld door koersmanipulatie of geruchten over een openbaar bod. De minimumvergoeding die volgt uit het toepassen van de hoogste prijs/gemiddelde beurskoers-regel zal dan geen reële afspiegeling zijn van de waarde van het effect. In deze situaties dient, zoals in alle onderzochte landen¹⁵³, de mogelijkheid te bestaan om van de wettelijke minimumvergoeding af te wijken.¹⁵⁴ Art. 5 lid 4 Richtlijn, dat een uitwerking is van art. 4 lid 5 Richtlijn (§ 3.6.2), biedt hiervoor een grondslag.¹⁵⁵

Ik acht het onwenselijk om deze bijzondere gevallen, zoals in België¹⁵⁶, in de wet te omschrijven. De AFM dient per geval te kunnen beoordelen of toepassing van de prijsregel tot een kennelijk onbillijke vergoeding leidt (evenzo het Verenigd Koninkrijk¹⁵⁷).¹⁵⁸ Juist omdat het bijzondere gevallen betreft, is het lastig om deze uitputtend in de wet te regelen. De AFM kan haar beleid ter zake neerleggen in de beleidsregel inzake het verplicht bod (§ 5.8). De Richtlijn lijkt echter geen ruimte te bieden voor zulk een regeling. Ingevolge art. 5 lid 4 Richtlijn moeten de gevallen waarin afwijking van de biedprijs is geoorloofd en de criteria voor het vaststellen van de afwijkende prijs in de verplicht bod-regeling worden vermeld ('onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria').¹⁵⁹ Het is wenselijk dat bij de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn in 2011 (zie art. 20 Richtlijn) aan de AFM de mogelijkheid wordt geboden om ook in niet in de wet vermelde gevallen van de wettelijke of statutaire minimumvergoeding af te wijken.

153 Alsmede de overige lidstaten, zie Commissie Winter (2002), p. 48.

154 Evenzo Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000), p. 65.

155 Maul/Muffat-Jeandet (2004), p. 231; Krause (2004), p. 116. Dit voorschrift is overgenomen van de Commissie Winter (2002), aanbeveling II.3, waarover Schutte-Veenstra (2002/2), p. 56-57, nadat eerder ook het Europees Parlement (2000/3), amendement 8, hiervoor had gepleit. Zie voor kritiek op art. 5 lid 4 Richtlijn: De Serièrre (2002), p. 508.

156 Art. 41, § 2 De Benedetti-KB, waarover Nelissen-Grade (1997), p. 124; Cornelis/Grenson (1997), p. 47 e.v.

157 Rule 9.5(b) City Code, zie note 3; Weinberg/Blank, § 4-8031 (1999).

158 In gelijke zin de respondenten inzake het Consultatiedocument verplicht bod (2002), zie Nieuwe Weme (2002/1), p. 212.

159 Gelet hierop is het opmerkelijk dat in het tweede deel van de tweede alinea van art. 5 lid 4 Richtlijn wordt vermeld dat de lidstaten daartoe een lijst van omstandigheden *kunnen* ('may') opstellen en criteria voor de vaststelling van de afwijkende prijs *kunnen* vaststellen. Indien een lidstaat ervoor kiest om de toezichthouder de bevoegdheid te verlenen de prijs in bijzondere gevallen te wijzigen, *moet* de verplicht bod-regeling mijns inziens bedoelde lijst en criteria bevatten. Eveneens onduidelijk was art. 5 lid 4 Richtlijnvoorstel 2002, volgens welk een lijst van omstandigheden *moest* worden vermeld en criteria voor de prijsvaststelling *mochten* worden vermeld.

Ik bepleit de volgende – op art. 5 lid 4 Richtlijn gegronde – regeling, zie art. 9bb lid 4 (proeve) Bte 1995. De AFM kan – desgevraagd, maar ook op eigen initiatief – de wettelijke of statutaire minimumvergoeding verhogen of verlagen, indien: (a) de hoogste prijs bij overeenkomst tussen de controlerend effectenhouder, of personen met wie in overeenstemming wordt gehandeld, en de verkoper is vastgesteld¹⁶⁰, (b) de marktprijzen van de effecten van de doelvennootschap zijn gemanipuleerd, (c) de doelvennootschap in financiële moeilijkheden verkeert¹⁶¹, of (d) de marktprijzen van de effecten van de doelvennootschap door andere bijzondere omstandigheden dan hiervoor bedoeld zijn beïnvloed. Strikt genomen worden sub d geen ‘welomlijnde omstandigheden’ genoemd, zoals vereist door art. 5 lid 4 Richtlijn. Omdat de Richtlijn deze algemene omschrijving ook zelf hanteert, lijkt zij echter geoorloofd. De ruime omschrijving heeft als voordeel dat de AFM ook in niet voorziene gevallen – toch – van de minimumvergoeding kan afwijken. Bij afwijking bepaalt de AFM de minimaal te bieden vergoeding op grond van de gemiddelde marktwaarde over een bepaalde periode, de liquidatiewaarde of andere objectieve waarderingscriteria die gewoonlijk bij de financiële analyse worden toegepast. De AFM dient bij haar beleid inzake de afwijkingen, de strekking van de biedplicht in acht te nemen (§ 2.5). Tegen het afwijkingsbesluit van de AFM staat beroep open bij de bestuursrechter (§ 10.7).

Het is ook denkbaar dat een controlerend effectenhouder wil afwijken van de voorschriften inzake de aard van de vergoeding (§ 9.6.3). Voor deze gevallen eist de Richtlijn geen opsomming van welomlijnde omstandigheden, zodat voor zulk een afwijking volgens de algemene regels aan de AFM ontheffing kan worden gevraagd (§ 10.5.1 sub d).

9.7. Aan het verplicht bod te verbinden voorwaarden

De strekking van de biedplicht brengt met zich dat een *onvoorwaardelijk* bod wordt uitgebracht. Het verbinden van opschortende of ontbindende voorwaarden (art. 6:21 e.v. BW)¹⁶² aan het bod kan er immers toe leiden dat de resterende effectenhouders

160 Hierbij kan worden gedacht aan het geval dat tussen de controlerend effectenhouder en de verkoper een zeer lage prijs is overeengekomen met als doel een verplicht bod te kunnen uitbrengen tegen deze zeer lage prijs (zie § 9.6.2 sub a). In dat geval kan de AFM een hogere, marktconforme prijs vaststellen. Een verlaging van de minimumvergoeding in het geval dat een pakketvergoeding is betaald acht ik ongewenst, omdat in dat geval de beoogde evenredige verdeling van de controlepremie niet plaatsvindt (§ 9.6.2 sub f).

161 In dat geval kan de prijs die volgt uit toepassing van de hoogste prijs/gemiddelde beurskoers-regel onredelijk zijn en ligt een verlaging van de prijs in de rede. Zie § 8.5.8 voor een vrijstelling van de biedplicht bij controleverwerving in het kader van een herstructurering van een vennootschap die zich in *ernstige* financiële moeilijkheden bevindt.

162 Asser-Hartkamp 4-I (2004), nr. 154 e.v.

uiteindelijk geen exit hebben. Om die reden zijn deze voorwaarden naar mijn oordeel evenmin geoorloofd onder art. 5 Richtlijn. In alle onderzochte landen is de hoofdregel dat het bod onvoorwaardelijk is.¹⁶³ In België¹⁶⁴ en Italië¹⁶⁵ bestaan hierop geen uitzonderingen, terwijl het in de andere landen geoorloofd is bepaalde bijzondere voorwaarden te stellen, met name inzake benodigde vergunningen van de overheid, zoals van de mededingingsautoriteiten (Duitsland¹⁶⁶, Frankrijk¹⁶⁷, Spanje¹⁶⁸, Zwitserland¹⁶⁹ en feitelijk ook het Verenigd Koninkrijk¹⁷⁰), maar ook aangaande het aantal aangemelde aandelen (Verenigd Koninkrijk, 'the acceptance condition')¹⁷¹.

Ik bepleit de regel dat de bieder geen enkele opschortende of ontbindende voorwaarde aan het bod mag verbinden, zie art. 9z (proeve) Bte 1995.¹⁷² Verboden zijn dus de bij het vrijwillig bod gebruikelijke voorwaarden dat het bod slechts gestand wordt gedaan indien meer dan 95% van de aandelen wordt verkregen, geen concurrerend bod is uitgebracht, de beschermingsmaatregelen van de doelvennootschap zijn geslecht, de AvA van de bieder goedkeuring heeft verleend, enzovoort. Evenmin mag als voorwaarde worden gesteld dat de mededingingsautoriteiten toestemming hebben gegeven voor de concentratie. Indien deze toestemming is vereist, dient zij op voorhand te worden gevraagd. Desgewenst kan ontheffing (§ 10.5.1 sub d) worden verkregen van de verplichting om het bod binnen 30 dagen na controleverwerving uit te brengen (§ 9.2). Als de toestemming niet wordt verkregen, moet het controlerend belang worden afgebouwd tot onder de biedgrens (§ 8.3).

163 Anders Clausen/Sørensen (1999), p. 196.

164 Art. 41, § 1 De Benedetti-KB, zie Cornelis/Grenson (1997), p. 59.

165 Art. 103 1 Decreto Legislativo 58/1998.

166 § 39 jo. § 18 Abs. 1 WpÜG, zie Hengeler Mueller (2003), Adolff/Meister/Randell/Stephan (2002), p. 245.

167 Art. 5-5-2 Règlement Général du CMF, waarover Viandier (2003), nr. 1571 e.v.; Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 168, 174-175.

168 Art. 21 jo. art. 24 Real Decreto 1197/1991, zie Uría & Menéndez (2003), p. 4-5.

169 Art. 32 Abs. 2 Börsenverordnung der EBK, zie Bernet (1998), p. 235-236; Von der Crone (1997), p. 61; Daeniker (1998), p. 214-215.

170 Rule 9.4 jo. 12.1 City Code, waarover Weinberg/Blank, § 4-8038 e.v. (1999); Pearson/Adams (2003), p. 138-140, De Serièrè (2000), p. 104, 106, Kenyon-Slade (2004), nr. 9.206. Het ontbreken van toestemming van de mededingingsautoriteiten ontslaat de bieder echter niet van zijn biedplicht. Doorgaans zal de toezichthouder (Panel) de controlerend effectenhouder dan dwingen zijn belang af te bouwen tot onder de biedgrens (note 1 on Rule 9.4 City Code).

171 Ingevolge Rule 9.3 City Code, moet de bieder als voorwaarde stellen dat hij na gestanddoening van het bod over meer dan 50% van de stemrechten beschikt; zie Weinberg/Blank, § 4-8033-8037 (1999); Pearson/Adams (2003), p. 139; Kenyon-Slade (2004), nr. 9.202 e.v.; Skog (1997), p. 11-12.

172 Enzo De Serièrè (2002), p. 509. Anders AFM (2002), p. 2, volgens wie de bieder aan het verplicht bod de voorwaarde moet kunnen verbinden dat hij door het bod 75% of meer van het geplaatst kapitaal gaat houden.

9.8. Automatische ontmanteling van beschermingsconstructies

Betoogd wordt dat het onredelijk is om een effectenhouder te verplichten een bod uit te brengen en dus een grote investering te doen, zonder dat hij vervolgens de daadwerkelijke zeggenschap verkrijgt in de doelvennootschap.¹⁷³ Dit geldt in het bijzonder indien het kabinet wetsvoorstel 25 732 inzake doorbreking van beschermingsconstructies zou intrekken, waardoor de controlerend effectenhouder die zijn biedplicht is nagekomen niet de mogelijkheid zal krijgen om de OK te verzoeken de beschermingsconstructies te ontmantelen.¹⁷⁴ In dit verband worden er verschillende regelingen voorgesteld die in essentie inhouden dat na gestanddoening van het verplicht bod de beschermingsconstructies van rechtswege vervallen dan wel dat het verplicht bod slechts behoeft te worden gestand gedaan indien de beschermingsconstructies zijn ontmanteld (van rechtswege door aanmelding van een bepaald percentage van de effecten of desgevraagd door de OK).

Mijns inziens is er geen reden om degene die een verplicht bod uitbrengt te garanderen dat hij de beslissende of absolute zeggenschap verwerft.¹⁷⁵ De effectenhouder wordt niet gedwongen om de controle te verwerven. Dit is zijn eigen keuze. Indien hij de controle verkrijgt zonder eigen handelen (bijvoorbeeld als gevolg van inkoop door de doelvennootschap), kan hij zich van de biedplicht bevrijden door in de gratieperiode zijn belang af te bouwen tot onder de biedgrens (§ 8.3). Een ander argument tegen een dergelijke doorbraakregeling is dat daardoor beschermingsconstructies van hun werking worden ontdaan. Zij vervallen immers zodra zij bescherming moeten bieden: op het moment dat de controle wordt verworven. De verplicht bod-regeling in de Richtlijn¹⁷⁶ en van de onderzochte landen bevat evenmin een dergelijke doorbraakregeling. Indien een doorbraakregeling gewenst wordt geacht, zou die niet slechts voor het verplicht bod maar ook voor het vrijwillig bod moeten gelden.¹⁷⁷

173 Timmerman (2000), p. 124; Timmerman (1999/3), p. 1499; De Kluiver (2000), p. 115, Schwarz (2000), p. 346; Zaman (2001), p. 104; Oppelaar/Banz (2002), p. 10-13; Rebers (2001), p. 34; Euro-next (2002), p. 4; AFM (2002), p. 2, VEB (2002), p. 11-12. Zie ook Van Olffen (2000), p. 43-44, Slagter (1999/2), p. 883; Van den Bergen (2000), p. 67.

174 Zie over de verhouding tussen het verplicht bod en wetsvoorstel 25 732: Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 511 e.v.

175 Enzo VEUO (2002), p. 7; VNO-NCW (2002), p. 1.

176 Aldus ook De Mol van Otterloo (2001/1), p. 133. Anders Rebers (2001), p. 33. Vgl. ook Ministers van Justitie, Financiën en Economische Zaken (1999). Zie § 3.4 voor de algemene beginselen die aan de Richtlijn ten grondslag liggen.

177 Zie voor zulk een doorbraakregeling: art. 11 jo. art. 12 Richtlijn en Commissie Winter (2002), aanbeveling 1.4 e.v.

9.9. Conclusie

In de door mij voorgestane verplicht bod-regeling wordt het bod binnen 30 dagen na controleverwerving uitgebracht. Het verbod van het rauwelijks bod en van het rauwelijks bekend maken van de prijs of ruilverhouding, alsmede de verplichting om het bestuur van de doelvennootschap uit te nodigen voor overleg, zoals die thans gelden bij het vrijwillig bod, zijn niet van toepassing bij het verplicht bod. De biedplicht rust op de controlerend effectenhouder. Het verplicht bod mag echter worden uitgebracht door een derde, bijvoorbeeld een dochtervennootschap, in welk geval de controlerend effectenhouder is gekwetten van zijn biedplicht.

Teneinde de resterende effectenhouders een daadwerkelijke uitstapmogelijkheid te bieden, voldoet het verplicht bod aan bepaalde minimeisen. Ik bepleit de volgende regeling. Allereerst verbindt de bieder geen opschortende of ontbindende voorwaarden aan het bod. Voorts wordt het bod gericht op alle aandelen en bewilligde certificaten van aandelen van de doelvennootschap. Een partieel verplicht bod is derhalve niet geoorloofd. Het bod behoeft geen betrekking te hebben op de aandelen en certificaten die ten tijde van het bod nog niet waren uitgegeven en op aandelen die worden gehouden door een anti-overvalstichting of een AK. Evenmin behoeft het bod te worden gericht op afgeleide instrumenten (converteerbare obligaties, call-opties, enzovoort).

De voor de aandelen of certificaten te bieden vergoeding is ten minste gelijk aan de hoogste prijs die door de controlerend effectenhouder, of door personen met wie hij in overeenstemming handelt, in de 12 maanden voor het moment van controleverwerving voor effecten van dezelfde soort is betaald of, indien deze hoger is, de gemiddelde beurskoers van de desbetreffende effecten in de bedoelde periode. De door de Richtlijn voorgeschreven hoogste prijs-regel acht ik onjuist en dient in het kader van de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn te worden gewijzigd in een gemiddelde prijs-regel. Alsdan kan de Nederlandse hoogste prijs/gemiddelde beurskoers-regel worden gewijzigd in een gemiddelde prijs/gemiddelde beurskoers-regel. Voor aandelen of certificaten van een soort waarvoor de controlerend effectenhouder geen vergoeding heeft betaald en die evenmin ter beurse zijn genoteerd, wordt ten minste een redelijke vergoeding geboden. De voor de verschillende soorten aandelen en certificaten te bieden vergoedingen staan in een redelijke verhouding tot elkaar. Voor de vaststelling van de biedprijs wordt geen uitzondering gemaakt voor betaalde pakketvergoedingen. De AFM kan in bijzondere, in de wet vermelde omstandigheden, desgevraagd, maar ook op eigen initiatief, de wettelijke of statutaire minimumvergoeding wijzigen. Bij de evaluatie van de Richtlijn dient aan de nationale toezichthouders de mogelijkheid te worden geboden om de minimumvergoeding ook te wijzigen in niet in de wet vermelde gevallen.

De vergoeding bestaat uit euro's dan wel uit aandelen of bewilligde certificaten daarvan (ruilbod). De aangeboden effecten zijn liquide van aard, genoteerd aan een bij Euronext aangesloten effectenbeurs en uitgegeven door de bieder of een groepsmaatschappij. Indien een derde de controle houdt in de vennootschap waarvan aan-

delen of certificaten worden aangeboden, biedt de bieder een keuze tussen aandelen of certificaten en contanten. Er wordt in ieder geval een vergoeding in euro's aangeboden, indien de controlerend effectenhouder, of personen met wie hij in overeenstemming handelt, in de periode vanaf 12 maanden vóór het verwerven van de controle tot gestanddoening van het bod, 5% of meer van de stemrechten of het geplaatst kapitaal van de doelvennootschap heeft verworven tegen een vergoeding in contanten.

Er is geen reden om degene die een verplicht bod uitbrengt te garanderen dat hij de beslissende of absolute zeggenschap verwerft. Het is derhalve ongewenst dat na gestanddoening van het verplicht bod de beschermingsconstructies van rechtswege vervallen dan wel dat het verplicht bod slechts gestand behoeft te worden gedaan indien de beschermingsconstructies zijn ontmanteld.

10. TOEZICHT

‘Das obligatorische Übernahmeangebot ist das wirkungsvollste und kostengünstigste Instrument des Minderheitenschutzes.’

H. Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot, Baden-Baden 1996

10.1. Inleiding

Toezicht is het sluitstuk van de verplicht bod-regeling. Uiteindelijk staat of valt de bescherming van de effectenhouders met de mate waarin de biedplicht wordt nageleefd en kan worden opgetreden tegen normoverschrijdend gedrag. Een goed functionerende verplicht bod-regeling gaat derhalve gepaard met toezicht door een onafhankelijke instantie (zie § 5.7). In dit hoofdstuk wordt de vraag beantwoord welke instantie toezicht dient te gaan houden (§ 10.2), wat de reikwijdte en de intensiteit van het toezicht moet zijn (§ 10.3 en § 10.4), over welke bevoegdheden en sanctiemogelijkheden de toezichthouder dient te beschikken (§ 10.5 en § 10.6) en op welke wijze belanghebbenden rechtsbescherming moet worden geboden tegen handelen van de toezichthouder (§ 10.7). Tot slot wordt ingegaan op de problematiek van de bevoegde toezichthouder in internationale verhoudingen (§ 10.8).

10.2. De toezichthouder inzake het verplicht bod: AFM

De AFM dient naar mijn oordeel te worden aangewezen als toezichthouder inzake het verplicht bod.¹ Een verplicht bod verschilt niet wezenlijk van een vrijwillig bod. In de door mij voorgestane regeling zijn bij een verplicht bod dan ook – naast de specifieke verplicht bod-regels – de bestaande regels inzake het vrijwillig bod onverkort van toepassing (zie § 5.6). De AFM houdt reeds toezicht op vrijwillige biedingen. Het is dan logisch en praktisch dat de AFM ook toezicht gaat houden op verplichte biedingen. De Richtlijn gaat eveneens uit van de situatie waarin één autoriteit toezicht houdt op zowel het vrijwillig bod als het verplicht bod. Dit is ook het geval in de onderzochte landen, zie hoofdstuk 4. De ruimte die art. 4 lid 1 Richtlijn laat voor meerdere toezichthouders ziet op de combinatie van een algemene toezichthouder inzake de beurs of het effectenrecht en een bijzondere toezichthouder voor openbare biedingen. Van een dergelijk gecombineerd toezicht is bijvoorbeeld sprake in het Verenigd Koninkrijk (FSA en Panel). Frankrijk kende tot 2003 duaal toezicht (COB

1 Evenzo de meerderheid van de respondenten inzake het Consultatiedocument verplicht bod (2002), zie Nieuwe Weme (2002/1), p. 212

en CMF, § 4.4).² Een ander argument is dat de AFM ingevolge de Europese richtlijnen inzake marktmisbruik en het prospectus ook toezicht gaat houden op de publicatie van koersgevoelige informatie door beursvennootschappen³ en op emissies van effecten die zijn toegelaten tot de handel aan de beurs⁴. Omdat volgens de door mij voorgestane verplicht bod-regeling de controlerend effectenhouder een bijzondere openbaarmakingsplicht heeft (§ 7.7) en de in het kader van het verplicht bod te bieden vergoeding uit ter beurze genoteerde effecten kan bestaan (§ 9.6.3 sub b), is het praktisch dat één instantie toezicht houdt op het verplicht bod, de publicatieplicht en de uitgifte. Daarbij beschikt de AFM reeds over expertise, bevoegdheden en sanctiemogelijkheden die ook noodzakelijk zijn voor toezicht op verplichte biedingen. Bij invoering van de biedplicht kan eenvoudig worden bepaald dat de AFM deze bestaande instrumenten mede kan aanwenden ten aanzien van het verplicht bod (zie nader § 10.5 en 10.6). Voorts is een argument dat de verplicht bod-regeling een gedragsregel is en dat de AFM is belast met gedragstoezicht.⁵ Tot slot is de AFM een autoriteit als bedoeld in art. 4 lid 1 Richtlijn.

In de literatuur wordt bepleit om ook de OK een rol te geven, vooral inzake het beantwoorden van de vraag of in een bepaald geval sprake is van controle en derhalve een verplicht bod moet worden uitgebracht.⁶ Naar mijn oordeel dient de OK slechts te worden aangewezen als bevoegde rechter inzake beroep tegen besluiten van de AFM, waarover § 10.7.2.

Indien, anders dan door mij bepleit (§ 5.4), de biedplicht niet in de Wte 1995 maar in het Fondsenreglement wordt neergelegd, ligt het voor de hand Euronext Amsterdam als bevoegde toezichthouder aan te wijzen. De Richtlijn biedt ruimte voor toezicht door een zelfregulerende instantie (§ 5.3).⁷

10.3. Reikwijdte van het toezicht

10.3.1. Wettelijke verplicht bod-regeling

Het toezicht van de AFM dient zich naar mijn oordeel uit te strekken over de naleving van alle aspecten van de wettelijke verplicht bod-regeling. De AFM moet derhalve controleren of bij controleverwerving een openbare mededeling wordt gedaan, of een verplicht bod wordt uitgebracht, of ten minste de vereiste minimumvergoeding wordt geboden, of het bod zich richt tot alle resterende effectenhouders, enzovoort.

2 Zie ook De Kluiver (2003/1), p. 98.

3 Vgl. Grundmann-van de Krol (2004/2); Italianer/Tillema (2003), p. 437.

4 Zie Vossestein (2002), p. 483-484.

5 Evenzo De Serière (2002), p. 506. Zie ook Kamerstukken 28 122, Hervorming van het toezicht op de financiële marktsector.

6 De Mol van Otterloo (1999), p. 478; Oppelaar/Banz (2002), p. 22; De Kluiver (2003/1), p. 98.

7 Vgl. ook Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 536; Neye (1996), p. 1122.

Evenzo art. 4 lid 5 Richtlijn en de verplicht bod-regelingen van de onderzochte landen. De AFM kan in haar beleidsregel aangeven op welke wijze zij invulling geeft aan haar toezichthoudende taak (§ 5.8).

10.3.2. Statutaire verplicht bod-regels

De AFM dient mijns inziens ook toezicht te gaan houden op de naleving van de statutaire verplicht bod-regels (§ 5.5.3).⁸ Indien de AFM hier geen taak krijgt, kan de ongewenste situatie ontstaan dat er geen toezicht is op de naleving van een deel van de verplicht bod-regeling. Men denke aan het geval dat de wettelijke biedgrens van 30% bij statuten is verlaagd tot 25% (§ 7.4.2) of aan de situatie dat bij statuten is bepaald dat het verplicht bod zich ook richt op rechten op aandelen (§ 9.5.1). De AFM dient dus bijvoorbeeld ook op te treden indien een controlerend effectenhouder zijn statutaire verplichting om een bod uit te brengen niet nakomt of indien hij een lagere prijs biedt dan volgens de statuten is vereist. Voor deze toezichthoudende taak moet de AFM over dezelfde bevoegdheden beschikken als zij heeft inzake de wettelijke verplicht bod-regeling, zie § 10.5 en 10.6.

De AFM dient slechts toezicht te houden op de *naleving* van de statutaire verplicht bod-regels en dus niet op de *inhoud* daarvan. De zorg voor technisch-juridisch correcte statuten ligt sinds de inwerkingtreding van de Wet herziening preventief toezicht⁹ volledig bij het notariaat en dus niet meer bij de overheid. Ik zie geen reden om ten aanzien van statutaire verplicht bod-regels van deze taakverdeling af te wijken. Indien een statutaire verplicht bod-regel in strijd is met de wettelijke verplicht bod-regeling, kunnen betrokkenen civielrechtelijke acties instellen. Daarbij zou zulk een toezichthoudende taak een aanzienlijke uitbreiding van de werkzaamheden van de AFM tot gevolg kunnen hebben.

Voorts dient het toezicht zich te beperken tot vennootschappen die onder het bereik van de wettelijke verplicht bod-regeling vallen (vennootschappen naar Nederlands recht die aan een EER-beurs zijn genoteerd, zie § 6.2 en 6.4). Er is geen reden om de AFM ook toezicht te laten houden op andere vennootschappen die een biedplicht in hun statuten hebben opgenomen, bijvoorbeeld BV's, niet-genoteerde NV's of NV's die slechts buiten de EER zijn genoteerd.

Het argument dat het onwenselijk is dat de AFM toezicht houdt op de naleving van statutaire bepalingen – en in dat verband ontheffing kan verlenen van statutaire verplichtingen en sancties kan opleggen bij overtreding van statutaire regels – overtuigt niet, omdat in de door mij voorgestane regeling tegen de toezichthandelingen van de AFM, waaronder besluiten inzake de statutaire regels, beroep kan worden ingesteld bij de nog te creëren bestuurskamer van de OK (§ 10.7.2). Dit betekent dat uiteinde-

8 Omdat contractuele afwijking van de door mij voorgestane wettelijke verplicht bod-regeling niet goed denkbaar is (§ 5.5.1), besteed ik geen aandacht aan de vraag of het wenselijk is dat de AFM ook toezicht gaat houden op contractuele verplicht bod-regels.

9 Wet van 22 juni 2000, Stb. 283, en Besluit van 4 augustus 2001, Stb. 368.

lijk de OK oordeelt over de uitleg van de statuten. Indien een vennootschap het desondanks onwenselijk acht dat de AFM toezicht houdt op de naleving van haar statuten, dient zij geen aanvullende verplicht bod-regels in haar statuten op te nemen en te volstaan met het zich onderwerpen aan de wettelijke biedplicht.

10.4. De intensiteit van het toezicht

Het toezicht van de AFM inzake de verplicht bod-regeling dient naar mijn oordeel onverlet te laten de eigen verantwoordelijkheid van de marktpartijen tot naleving daarvan. De effectenhouder bepaalt dus zelf of de controle is verkregen, treft op eigen initiatief voorbereidingen voor het verplicht bod, stelt zelf vast welke vergoeding minimaal dient te worden geboden, enzovoort. Aangesloten kan worden bij de bestaande situatie inzake vrijwillige biedingen, waarbij de AFM slechts controleert en geen expliciete goedkeuring of instemming verleent aan gedragingen van de marktpartijen ('toezicht op afstand'). Deze vorm van toezicht blijkt in de praktijk goed te werken. Een meer intensieve wijze van toezicht – men denke aan de regel dat de AFM het verplicht bod op voorhand goedkeurt – heeft als bezwaar dat de AFM besluiten moet gaan nemen ex art. 1:3 Awb, waartegen beroep dient open te staan.¹⁰ Een dergelijke beroepsgang vertraagt het biedingsproces en heeft ook verschillende andere bezwaren, zoals extra druk op de rechterlijke macht en onnodige kosten. Het verschil tussen het toezicht op het vrijwillig bod en het toezicht op het verplicht bod is vooral dat de AFM in het laatste geval zal moeten controleren of het bod, waaronder de vergoeding, voldoet aan de daarvoor gestelde minimumeisen (zie hoofdstuk 9). Ik zie geen reden om vanwege dit verschil voor het verplicht bod een ander regime in te voeren. Van belang is ook dat de Richtlijn geen voorschriften bevat over de mate van betrokkenheid van de toezichthouder bij het verplicht bod. Art. 4 lid 5 Richtlijn bepaalt slechts dat het vooral tot de taak van de toezichthouder behoort er zorg voor te dragen dat de partijen bij het bod de ter uitvoering van de Richtlijn vastgestelde voorschriften naleven. Op welke wijze de toezichthouder deze taak dient uit te voeren wordt niet aangegeven. Ik acht het niet bezwaarlijk dat Nederland met deze vorm van toezicht, tezamen met het Verenigd Koninkrijk¹¹, afwijkt van de meerderheid van de onderzochte landen (Duitsland¹², Frankrijk¹³, België¹⁴, Italië¹⁵,

10 Nieuwe Weme (2002/2), p. 140 e.v.

11 Weinberg/Blank, § 4-2001 e.v. (1999)

12 § 14 e.v. WpÜG, zie Geibel/Süßmann (2002), § 4 e.v. WpÜG; Steinmeyer/Hager (2002), § 4 e.v. WpÜG.

13 Art. 5-1-7 e.v. Règlement Général du CMF, Règlement no. 2002-04 de la COB, waarover Viandier (2003); Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 172 e.v.; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 23.4.2

14 Art. 4-6, 17 De Benedetti KB, waarover Van Gerven (1990), p. 152 e.v.; Nelissen-Grade (1997), p. 104 e.v.; Sunt (2001), p. 80 e.v.; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 23.5.2.

15 Art. 102 e.v. Decreto Legislativo 58/1998, art. 37 e.v. Consob Regolamento 11971/1999, waarover Juvara (2001), p. 347 e.v.

Spanje¹⁶ en Zwitserland¹⁷) waar de toezichthouder intensiever bij het verplicht bod is betrokken, bijvoorbeeld door zelf de termijnen te bepalen waarin de biedingsprocedure zich moet voltrekken, zelf openbare mededelingen te doen inzake het verplicht bod en het verplicht bod en het biedingsbericht op voorhand goed te keuren.

10.5. Bevoegdheden van de toezichthouder

10.5.1. Aansluiten bij de bestaande bevoegdheden inzake het vrijwillig bod

a. Algemeen

Voor de uitoefening van haar toezichthoudende taak inzake het verplicht bod dient de AFM over adequate bevoegdheden te beschikken. De bevoegdheden die de AFM thans ter beschikking staan betreffende vrijwillige biedingen zijn hiervoor geschikt en dienen daarom ook te kunnen worden aangewend inzake het verplicht bod. Zie voor de belangrijkste van deze bevoegdheden: § 10.5.1 sub b-d en de proeve voor een verplicht bod-regeling. Zie § 9.6.4 voor de bevoegdheid van de AFM om in bijzondere gevallen van de wettelijke of statutaire minimumvergoeding af te wijken. Vgl. voor sancties: § 10.6. Omdat in de door mij voorgestane verplicht bod-regeling bij statuten van de wettelijke biedplicht kan worden afgeweken (§ 5.5.3) en de AFM toezicht houdt op de naleving van deze statutaire regels (§ 10.3.2), dient de AFM de bevoegdheden ook te kunnen uitoefenen ten aanzien van de statutaire regels. Aldus wordt voldaan aan het vereiste van art. 4 lid 5 eerste alinea Richtlijn, volgens welk de toezichthouder dient te beschikken over alle bevoegdheden die nodig zijn voor de uitoefening van zijn taak. De toezichthouders uit de onderzochte landen (Duitsland¹⁸, Frankrijk¹⁹, België²⁰, Italië²¹, Spanje²² en Zwitserland²³) hebben vergelijkbare bevoegdheden. Een uitzondering hierop is de toezichthouder in het Verenigd Koninkrijk (Panel) die vanwege zijn niet-wettelijke status veel minder en minder vergaande bevoegdheden heeft.²⁴

16 Art. 12 e.v. Real Decreto 1197/1991, zie Uria & Menéndez (2001), De Cárdenas Smith (2001), p. 470 e.v.; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 23.6.2.

17 Art. 25 e.v. BEHG; Art. 3 e.v. Übernahmeverordnung der UEK, waarover Daeniker (1998), p. 191 e.v.; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 23.8.2.

18 § 37 e.v. WpÜG, waarover Haarmann/Riehmer/Schüppen (2002), p. 700 e.v., Geibel/Süßmann (2002), p. 533 e.v.

19 Art. 7-1-1 e.v. Règlement Général du CMF, zie Viandier (2003), nr. 160 e.v., Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 162 e.v.

20 Art. 15 e.v. Wet van 2 maart 1989, waarover Cornelis/Grenson (1997), p. 61-63.

21 Art. 102 e.v. Decreto Legislativo 58/1998 jo. art. 35 e.v. Consob Regolamento 11971/1999.

22 Art. 39 Real Decreto 1197/1991 jo. LMV.

23 Art. 35 e.v. BEHG en Art. 43 Börsenverordnung der EBK, waarover Köpfl (2000), p. 255 e.v.; Daeniker (1998), p. 228-233, Bernet (1998), p. 226-229.

24 Zie nader Weinberg/Blank, § 4-1002 e.v. (1999); Murley (2003).

b. Inwinnen van inlichtingen, samenwerking

Het is wenselijk, en volgens art. 6 lid 5 Richtlijn vereist, dat de AFM de bevoegdheid verkrijgt om ten aanzien van het verplicht bod inlichtingen in te winnen bij betrokkenen. De AFM moet bijvoorbeeld voor het vaststellen van de controle (§ 7.4) en de minimaal te bieden vergoeding (§ 9.6) bij een effectenhouder met veronderstelde controle informatie kunnen verwerven over het aantal door hem gehouden effecten en de daarvoor betaalde prijs. Voorts dient de AFM inzicht te kunnen krijgen in de structuur van een groep, bijvoorbeeld om te bepalen of sprake is van indirecte controle ('chain principle', § 7.6). Ook moet kunnen worden onderzocht of effectenhouders met elkaar in overeenstemming handelen ('acting in concert', § 7.5). Hiertoe dient de AFM bijvoorbeeld stemovereenkomsten en andere documenten te kunnen opvragen. Art. 29 Wte 1995 geeft de AFM een adequate inlichtingenbevoegdheid inzake vrijwillige biedingen²⁵, die ook kan gaan gelden bij verplichte biedingen. Daartoe moet worden bepaald dat de AFM eveneens inlichtingen kan inwinnen bij de controlerend effectenhouder en de effectenhouder met veronderstelde controle.

Daarnaast dient de AFM met andere binnenlandse en buitenlandse toezichthouders informatie te kunnen uitwisselen en te kunnen samenwerken. Evenzo art. 4 lid 4 Richtlijn. Het is bijvoorbeeld wenselijk dat de AFM bij een buitenlandse toezichthouder informatie kan inwinnen over het moment waarop en de prijs waartegen door de controlerend effectenhouder transacties zijn verricht op een beurs in het desbetreffende land. De art. 33 e.v. Wte 1995 bevatten ter zake adequate voorschriften,²⁶ die ook van toepassing kunnen worden verklaard bij het verplicht bod.

c. Aanwijzing

Bij niet-naleving van de verplicht bod-regeling moet de AFM maatregelen kunnen treffen. Naast de mogelijkheid om sancties op te leggen (zie § 10.6), is het wenselijk dat de AFM de bevoegdheid krijgt om – evenals bij het vrijwillig bod – de betrokkene op de overtreding te wijzen (art. 28 lid 1 Wte 1995), hem een aanwijzing te geven om op bepaalde door de AFM te noemen punten een bepaalde gedragslijn te volgen (art. 28 lid 2 Wte 1995) en de aanwijzing openbaar te maken (art. 48n lid 1 sub g Wte 1995).²⁷ Deze instrumenten voorkomen dat de AFM wordt gedwongen om direct het zwaardere instrument van de sanctie, in het bijzonder de last onder dwangsom, te hanteren. De AFM kan bijvoorbeeld een controlerend effectenhouder een aanwijzing geven inhoudende dat hij ter zake van de controleverwerving een openbare mededeling moet doen (§ 7.7). Door de openbaarmaking van de aanwijzing kan de AFM de markt waarschuwen voor personen die handelen in strijd met de verplicht bod-regeling.

25 Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 432-435.

26 Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 449 e.v.

27 Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 435-440.

d. Ontheffing

Evenals bij het vrijwillig bod, dient de AFM de bevoegdheid te krijgen om ten aanzien van individuele gevallen (partiële of integrale)²⁸ ontheffing te verlenen van de verplicht bod-regeling.²⁹ Zie art. 6i (proeve) Bte 1995. Door een ontheffingsbevoegdheid kan rekening worden gehouden met bijzondere gevallen, bijvoorbeeld met een situatie waarin gelet op de strekking van de biedplicht (§ 2.5) geen verplicht bod behoeft te worden uitgebracht, maar waarvoor de verplicht bod-regeling geen vrijstelling biedt (§ 8.5). Verder kunnen hierdoor termijnen worden verlengd, bijvoorbeeld in het geval dat een controlerend effectenhouder niet in staat is om zijn belang binnen de gratieperiode af te bouwen tot onder de biiddrempel (§ 8.3) of binnen de vereiste 30 dagen een verplicht bod uit te brengen (§ 9.2). De ontheffingsbepaling kan aldus de functie hebben van hardheidsclausule. Voorts kan de ontheffingsmogelijkheid een oplossing bieden bij samenloop van verplicht bod-regelingen uit verschillende landen (§ 6.3.1). Omdat in de door mij voorgestane regeling een statutaire verzwarende van de wettelijke biedplicht is geoorloofd (§ 5.5.3) en de AFM toezicht houdt op de naleving van deze statutaire bepalingen (§ 10.3.2), is het wenselijk dat de AFM ook de bevoegdheid krijgt om ontheffing te verlenen van de statutaire verplicht bod-regels. Ingevolge art. 4 lid 5 tweede alinea Richtlijn is het geoorloofd om de AFM een ontheffingsbevoegdheid te geven, mits dit geen afbreuk doet aan de strekking van de biedplicht uit de Richtlijn (zie § 3.6.2).

10.5.2. Declaratoire beschikking over de uitleg van de verplicht bod-regeling

In aanvulling op haar bestaande instrumentarium dient de AFM naar mijn oordeel, evenals de Zwitserse toezichthouder (UEK)³⁰, de bevoegdheid te krijgen om desgevraagd een declaratoire beschikking te geven over de uitleg van de wettelijke en statutaire verplicht bod-regels.³¹ Zie art. 28c (proeve) Wte 1995. Een dergelijke bevoegdheid is ook gewenst inzake het vrijwillig bod. De AFM kan thans slechts een 'bestuurlijk oordeel' geven. Het CBB heeft als vaste rechtspraak dat een bestuurlijk oordeel geen besluit is in de zin van art. 1:3 lid 1 Awb, waardoor tegen dit oordeel geen beroep kan worden ingesteld (art. 8:1 lid 1 Awb). Dit is ongewenst. Bij een verplicht bod is het noodzakelijk dat op korte termijn duidelijkheid wordt verkregen omtrent de uitleg van de regeling. Men denke aan de vraag of een bepaalde voorgenomen handeling ertoe zal leiden dat de controle wordt verkregen (§ 7.4 e.v.), welke minimale vergoeding bij het verplicht bod moet worden geboden (§ 9.6) en of er

28 Zie Van Solinge (2001/2), p. 506-507.

29 Evenzo de respondenten inzake het Consultatiedocument verplicht bod (2002), zie Nieuwe Weme (2002/1), p. 211. Anders Oppelaar/Banz (2002), p. 18 en 22, die deze bevoegdheid aan de OK willen verlenen.

30 Art. 32 Abs. 1 jo. Art. 35 Börsenverordnung der EBK.

31 Zie uitgebreid Nieuwe Weme (2002/2), p. 146-147.

sprake is van een noodlijdende doelvennootschap waardoor er een vrijstelling van de biedplicht geldt (§ 8.5.8). Een vaststellingsbevoegdheid van de AFM stelt partijen in staat om snel hun juridische positie te bepalen. Het afwachten van een handhavingsbesluit van de AFM zal bij een verplicht bod doorgaans onevenredig belastend zijn.

10.6. Sancties bij niet-naleving van de verplicht bod-regeling

10.6.1. Aansluiten bij de bestaande sancties inzake het vrijwillig bod

a. Algemeen

De mogelijkheid om bij niet-naleving van de biedplicht sancties op te leggen is een essentieel onderdeel van een goed werkende verplicht bod-regeling.³² De biedingsregeling voorziet in bestuursrechtelijke, strafrechtelijke en civielrechtelijke sancties.³³ Omdat het verplicht bod niet wezenlijk afwijkt van het vrijwillig bod, dienen deze sancties ook van toepassing te zijn op de verplicht bod-regeling. Zie nader § 10.6.1 sub b-d en de proeve voor een verplicht bod-regeling. Hiermee wordt aangesloten bij de onderzochte landen, waar soortgelijke sancties kunnen worden opgelegd. Een uitzondering hierop is de toezichthouder van het Verenigd Koninkrijk (Panel), die vanwege zijn niet-wettige status slechts een openbare berisping kan uitspreken. Wel kan het Panel het gedrag van de overtreder melden aan de Stock Exchange en de FSA, die hun sanctiemogelijkheden ook kunnen aanwenden bij niet-naleving van de biedingsregels, waaronder de verplicht bod-regeling.³⁴ Aldus wordt voldaan aan de eisen van art. 17 Richtlijn, volgens welk de lidstaten sancties vaststellen voor overtredingen van de verplicht bod-regeling en maatregelen treffen die nodig zijn om de daadwerkelijke toepassing van die sancties te verzekeren.³⁵ De Richtlijn bevat geen voorschriften over de aard van de sancties (bestuurs-, straf- of civielrechtelijk).³⁶ Volstaan wordt met de mededeling dat de sancties doeltreffend, evenredig en afschrikkend moeten zijn.

32 Vgl. Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 24.4.4.

33 Zie in het algemeen over de handhaving van de biedingsregels: Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 8-11; nr. 4, p. 8-10, Kamerstukken II, 2000-2001, 27 172, nr. 6, p. 18-23.

34 Weinberg/Blank, § 4-1029 e.v. (1999), FSA (2001), Pearson/Adams (2003), p. 137-138, Lomnicka (2000), p. 65 e.v., Lomnicka (2001).

35 Art 17 Richtlijn bepaalt dat de lidstaten de sancties *bepalen*. Krachtens veel andere Richtlijnbepalingen dienen de lidstaten *er zorg voor te dragen* dat de bedoelde voorschriften worden geïntroduceerd. De vraag rijst of het bepaalde in art. 17 betekent dat een zelfregulerend orgaan niet zelf de sancties mag vaststellen. Men denke aan het geval dat, anders dan door mij bepleit, wordt gekozen voor Euronext Amsterdam als bevoegde toezichthouder (§ 10 2)

36 Zie Timmermans (1989), p. 150; Krouwel (1993/2), p. 272

b. Bestuursrechtelijke sancties

Allereerst dient de AFM de bevoegdheid te krijgen om bij niet-naleving van de verplicht bod-regeling een last onder dwangsom op te leggen (art. 48b Wte 1995).³⁷ De last is geschikt voor 'doorlopende delicten', die op het moment van constatering nog plaatsvinden, en voor delicten waarvan de gevolgen door de overtreder nog ongedaan kunnen worden gemaakt (vgl. art. 5:32 lid 2 Awb).³⁸ De last kan bijvoorbeeld worden opgelegd indien de controlerend effectenhouder ten onrechte geen bod uitbrengt (§ 9.2), een te lage prijs biedt (§ 9.6) of niet voldoet aan een verzoek van de AFM om gegevens over te leggen (§ 10.5.1 sub b).³⁹ De last is, gelet op de relatief korte periode waarin een verplicht bod-procedure plaatsvindt en het feit dat aan de dwangsom geen maximum is verbonden, een doeltreffend middel om corrigerend op te treden.⁴⁰ Ook bij dreigende aantasting van rechten kan een verbod op straffe van een dwangsom worden gegeven. Opmerkelijk is dat, met uitzondering van België⁴¹, in geen van de onderzochte landen de toezichthouder een last onder dwangsom kan opleggen. De reden hiervoor kan zijn dat in deze landen de mogelijkheid bestaat om civielrechtelijke sancties te treffen (zie § 10.6.2).

Voorts dient de AFM de mogelijkheid te krijgen om bij niet-naleving van de verplicht bod-regeling een bestuurlijke boete op te leggen (art. 48c Wte 1995).⁴² De bestuurlijke boete is, in verband met het zuiver repressieve karakter van dit instrument, vooral geschikt voor overtredingen met een niet-doorlopend karakter en voor delicten die in het verleden hebben plaatsgehad. Hierbij kan worden gedacht aan een te late openbare mededeling van het feit dat de controle is verworven (§ 7.7).⁴³ Met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk, beschikken alle toezichthouders (Duitsland⁴⁴, Frankrijk⁴⁵, België⁴⁶, Italië⁴⁷, Spanje⁴⁸ en Zwitserland⁴⁹) over een boete-bevoegdheid.

37 Zie over dit instrument: Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 464-467, Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 613-615.

38 Vgl. ook Kamerstukken II, 1997-1998, 25 821, nr. 3, p. 6.

39 Vgl. Kamerstukken II, 1997-1998, 25 821, nr. 3, p. 6-7.

40 Zie Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 9; nr. 4, p. 8-10, Kamerstukken II, 2000-2001, 27 172, nr. 6, p. 18.

41 Art. 16, § 4 Wet van 2 maart 1989.

42 Zie over de boete Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 464-467; Eisma (2002), p. 281 e.v.; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 613-615.

43 Zie Kamerstukken II, 1997-1998, 25 821, nr. 3, p. 7.

44 § 60 WpÜG, zie Schüppen (2002); Möller (2002), p. 174-175; Thaeter (2003), p. 115-116.

45 Wet van 2 augustus 1989, waarover Viandier (2003), nr. 212-215, Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 163; Le Gall/Morel (1992), p. 159.

46 Art. 16, § 4 Wet van 2 maart 1989.

47 Art. 192 Decreto Legislativo 58/1998, waarover Diemer/Hasselbach (2000), p. 830, Schmid (1999), p. 411.

48 Art. 40 LMV, zie De Cárdenas Smith (2001), p. 490.

49 Art. 41 e.v. BEHG, waarover Lütolf/Schindler (1998), p. 141-142; Daeniker (1998), p. 234 e.v.

Evenals bij de biedingsregeling dient de AFM opgelegde sancties openbaar te kunnen maken, indien dit in het belang is van een adequate functionering van de markten en de positie van de beleggers op die markten (art. 48m Wte 1995).⁵⁰ Men denke aan het geval dat een last onder dwangsom is opgelegd, omdat de controlerend effectenhouder ten onrechte geen bod uitbrengt of een te lage vergoeding biedt.

Tot slot dient, net als bij overtreding van de biedingsregels (art. 32a Bte 1995) en evenals in het Verenigd Koninkrijk⁵¹ en Zwitserland⁵², bij niet-naleving van de verplicht bod-regeling het verbod te gelden voor effecteninstellingen om medewerking te verlenen aan het bod. Anders dan de last en de boete die door de AFM worden opgelegd, geldt dit verbod thans van rechtswege, wat om meerdere redenen ongewenst is. Zowel bij het verplicht bod als het vrijwillig bod dient het medewerkingsverbod eerst in werking te treden indien de AFM hiertoe besluit en de effecteninstellingen daarvan in kennis heeft gesteld.⁵³ Daarnaast moet het verbod worden uitgebreid tot het verlenen van medewerking aan het verwerven van effecten, anders dan door een openbaar bod. Zie art. 32a (proeve) Bte 1995.

De AFM dient de hiervoor genoemde sancties te kunnen treffen bij overtreding van zowel de wettelijke als de statutaire verplicht bod-regels (§ 10.3).

Verschillende onderzochte landen kennen nog andere bestuursrechtelijke sancties. Bijvoorbeeld in Italië kan de toezichthouder (Consob) bij overtreding van de verplicht bod-regeling het bod schorsen of ongeldig verklaren.⁵⁴ En in Spanje kan de overtreder van de biedplicht worden verboden om gedurende maximaal vijf jaar activiteiten op de effectenmarkt te ontplooiën.⁵⁵ Ik zie geen reden om het bestaande instrumentarium van de AFM met deze sancties uit te breiden.

c. Strafrechtelijke sancties

Overtreding van de biedingsregels kan strafrechtelijk worden gesanctioneerd.⁵⁶ Ingevolge art. 1 sub 2 WED wordt overtreding van de biedingsregels aangemerkt als economisch delict. Dit economisch delict is een misdrijf, indien het opzettelijk is begaan. Als het economisch delict geen misdrijf is, is het een overtreding. Zie art. 2 lid 1 WED. Misdrijven worden gestraft met een gevangenisstraf van maximaal twee jaren of een geldboete van de vierde categorie. Overtredingen worden gestraft met

50 Zie Van Dijk (2002), art. 48m Wte 1995.

51 Ingevolge regelgeving van de FSA en relevante beroepsorganisaties mogen financiële adviseurs en tussenpersonen niet optreden voor cliënten die de City Code niet in acht nemen (de zgn. 'cold shoulder arrangements' of 'cold shoulder rule'), zie Remnant (2001), p. 17-18, Murley (2003), p. 15-16; FSA (2001); Baum (2003), p. 426 e.v.

52 Art. 35 Abs. 3 BEHG.

53 Zie nader Van Solinge/Nieuwe (1999), p. 258-260; Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 278-279. Enzo Ten Have (2002), p. 324, Grundmann-van de Krol (2002/1), p. 139-141.

54 Art. 102.3 Decreto Legislativo 58/1998, zie Diemer/Hasselbach (2000), p. 830.

55 Art. 99 en 102 LMV, waarover Rojo (1994), p. 19-20.

56 Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 22; Eisma (2002), p. 278-279.

een hechtenis van maximaal zes maanden of een geldboete van de vierde categorie. Zie nader de art. 5 e.v. WED.⁵⁷ Het ligt in de rede om het bereik van de WED uit te breiden tot de verplicht bod-regeling. Ook in België⁵⁸, Italië⁵⁹ en Zwitserland⁶⁰ wordt niet-naleving van de biedplicht strafrechtelijk gesanctioneerd. Gelet op haar aard, moet de sanctie slechts kunnen worden opgelegd bij overtreding van de wettelijke verplicht bod-regels.

d. Civielrechtelijke sancties

Niet-naleving van de biedingsregels is ook civielrechtelijk gesanctioneerd. Ik doel op de algemeen civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met de effectenregeling.⁶¹ Deze sancties zullen eveneens gelden ten aanzien van de wettelijke en statutaire verplicht bod-regels, zodat wetgeving ter zake niet nodig is. Ook in de onderzochte landen bestaan er – uiteenlopende – civielrechtelijke sancties bij overtreding van de verplicht bod-regeling.⁶² Zie § 10.6.2 voor een pleidooi voor aanvullende civielrechtelijke sancties.

De biedingsregels zijn volgens de minister dwingende wetsbepalingen die niet de strekking hebben de geldigheid van daarmee strijdige rechtshandelingen aan te tasten. Indien een openbaar bod na gestanddoening door de rechter nietig zou kunnen worden verklaard, dan wel zou kunnen worden vernietigd, zou dit tot grote onzekerheid leiden, waardoor het adequate functioneren van de effectenmarkten in gevaar zou worden gebracht.⁶³ Een rechtshandeling die in strijd is met de biedingsregels is

57 Zie over de WED: Mulder/Doorenbos (2002)

58 Art. 15, § 4 en art. 18 Wet van 2 maart 1989, zie Cornelis/Grenson (1997), p. 61.

59 Art. 2638 Codice Civile, waarover Diemer/Hasselbach (2000), p. 830, Schmid (1999), p. 411

60 Art. 40 e.v. BEHG, waarover Lütolf/Schindler (1998), Daeniker (1998), p. 234 e.v.

61 Niet-inachtneming van de biedingsregels kan kwalificeren als onrechtmatige daad (art. 6:162 BW), wanbeleid (art. 2:355 BW), onbehoorlijk bestuur of onbehoorlijk toezicht (art. 2:9, art. 2:138/248, art. 2:149/259 BW). Voorts kan sprake zijn van een misleidende voorstelling van de toestand van de vennootschap (art. 2:139/249 BW), misleidende reclame (art. 6:194-196 BW, prospectusaansprakelijkheid), toerekenbare tekortkoming (art. 6:74 BW), nietige of vernietigbare besluiten (art. 2:14-15 BW), wilsgebreken, zoals dwaling (art. 6:228 BW), bedrog en misbruik van omstandigheden (art. 3:44 BW). Vgl. ook art. 2:117 lid 3 en art. 2:118 lid 1 BW, volgens welke de statuten kunnen bepalen dat een aandeelhouder niet gerechtigd is tot deelname aan de algemene vergadering en uitoefening van het stemrecht zolang hij in gebreke is te voldoen aan een wettelijke of statutaire verplichting. Zie nader Perrick (1996); Van der Grinten/Kortmann (1996/1); Van der Grinten/Kortmann (1996/2); Eisma (2002), p. 286 e.v.; Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 469 e.v.; Hijmans van den Bergh (2002).

62 Vgl. voor het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk resp. Stedman (1993), p. 511 e.v.; Thaeter (2003), p. 117; Viandier (2003), nr. 1760-1765.

63 Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, A (herdruk), p. 8; nr. 3, p. 10. Zie ook Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, nr. 4, p. 10; Kamerstukken II, 2000-2001, 27 172, nr. 6, p. 21-22.

derhalve niet nietig (art. 3:40 lid 3 jo. lid 2 BW)⁶⁴, zodat de koop- of ruilvereenkomst die uit het openbaar bod voortvloeit geldig is.⁶⁵ Om dezelfde reden als bij het vrijwillig bod, is het wenselijk om in de toelichting te bepalen dat een rechtshandeling die strijdig is met de verplicht bod-regeling evenmin nietig is.

10.6.2. Aanvullende civielrechtelijke sancties

Het is wenselijk dat bij niet-naleving van de verplicht bod-regeling, naast de in § 10.6.1 sub d genoemde sancties, in een bijzondere procedure door de rechter aanvullende civielrechtelijke sancties kunnen worden getroffen. Ik doel op maatregelen die ingrijpen in de vennootschappelijke huishouding (het inwendig bestel) van de doelvennootschap, zoals het opschorten van aandeelhoudersrechten, het schorsen, ontslaan of benoemen van leden van het bestuur of de RvC en het aantasten van besluiten van vennootschappelijke organen. Deze civielrechtelijke sancties zijn niet slechts bruikbaar voor de verplicht bod-regeling, maar ook voor de biedingsregeling.⁶⁶ Met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk kennen alle onderzochte landen (Duitsland⁶⁷, Frankrijk⁶⁸, België⁶⁹, Italië⁷⁰, Spanje⁷¹ en Zwitserland⁷²) dergelijke sancties. De Richtlijn staat deze sancties toe.

64 Wanneer een rechtshandeling in strijd is met een wettelijke bepaling die niet de strekking heeft haar geldigheid aan te tasten, zal deze rechtshandeling ook niet op grond van alleen die strijdigheid, door inhoud of strekking in strijd met de goede zeden of de openbare orde kunnen worden geacht in de zin van art. 3:40 lid 1 BW, zie HR 22 januari 1999, JOR 1999/97, NJ 2000, 305 (Uneto/De Vliert).

65 Er geldt een uitzondering voor art. 6b Wte 1995, zie Kamerstukken II, 1999-2000, A (herdruk), p. 8-9; nr. 3, p. 10-11.

66 De gedachte om civielrechtelijke sancties op te nemen in de biedingsregeling is niet nieuw. Daartoe strekkende voorstellen zijn reeds te vinden in SER-advies 1977/02, p. 11, 53-54, en het rapport van Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), § 24.4.4. In de eerste niet-openbare ontwerpen van de wettelijke biedingsregeling was hiernooft ook voorzien, maar omdat dit zich niet verhielde met de zgn. 'één-op-één-omzetting' van de biedingsregels vanuit de Fusiecode 1975 naar de Wte 1995 is afgezien van opneming in het definitieve wetsvoorstel. Wel heeft de minister aangegeven dat in de tweede fase van wetgeving zal worden bezien of civielrechtelijke sancties nodig zijn, zie Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 6; nr. 4, p. 9-10, Kamerstukken II, 2000-2001, 27 172, nr. 6, p. 6, 19-22. In reactie op het Consultatiedocument verplicht bod (2002), p. 31-32, laten ook Euronext (2002), p. 8; VEB (2002), p. 19; SCGOP (2002), Oppelaar/Banz (2002), p. 22, zich positief uit over de invoering van civielrechtelijke sancties. Zie voorts Raaijmakers (1997), p. 115, Oppelaar (2000), p. 272-273; De Kluiver (2000), p. 115-116, Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1), p. 279-280.

67 § 38 en 59 WpÜG, zie Hommelhoff/Witt (2002), § 38 en 59 WpÜG; Möller (2002), p. 175-176 (schorsing van stemrechten, wettelijke rente over de biedprijzen).

68 Wet van 15 mei 2001, nr. 2001-420 (schorsing van stemrechten), zie Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 162-163.

69 § 16 Wet van 2 maart 1989 (verbod om gebruik te maken van de rechten of de voordelen die zijn verkregen door niet-naleving van de biedingsregels), zie Cornelis/Grenson (1997), p. 61.

70 Art. 110 Decreto Legislativo 58/1998 (schorsing van stemrechten), zie Diemer/Hasselbach (2000), p. 830, Schmid (1999), p. 411.

71 Zie art. 40 Real Decreto 1197/1991 (o.m. schorsing van rechten die zijn verbonden aan aandelen welke in strijd met de biedingsregeling zijn verworven), waarover De Cárdenas Smith (2001), p. 490-491; Rojo (1994), p. 19-20.

Civielrechtelijke sancties kunnen in het bijzonder effectief zijn tegen de rationeel calculerende overtreder, die van oordeel is dat het voordeel van niet-naleving van de regeling veel groter is dan het nadeel van de op te leggen straf. Benadrukt moet worden dat met openbare biedingen doorgaans zeer grote financiële belangen zijn gemoeid. Het onterechte profijt van de overtreder kan door de civielrechtelijke sanctie worden geneutraliseerd.⁷³ Civielrechtelijke sancties zullen daarom ook sterke preventieve werking hebben. Daarbij kunnen civielrechtelijke sancties direct nadat de overtreding is geconstateerd als ordemaatregel worden opgelegd, bijvoorbeeld door een onmiddellijke voorziening. Men denke aan het schorsen van het stemrecht van een controlerend effectenhouder die zijn biedplicht niet nakomt. Voorts kan de civielrechtelijke sanctie worden gebruikt voor overtredingen die worden geconstateerd of gepleegd na gestanddoening van het bod. Hiervoor bestaan thans geen effectieve sancties.⁷⁴ Een last onder dwangsom is gelet op zijn aard niet bruikbaar, de bestuurlijke boete is gelimiteerd tot € 900.000,- en het verbod van medewerking door effecteninstellingen heeft geen effect, omdat de overname reeds is geëffectueerd (§ 10.6.1 sub b). Dat betekent dat de dreiging moet uitgaan van de bestaande strafrechtelijke en civielrechtelijke sancties (§ 10.6.1 sub c-d), wat vaak minder geschikte instrumenten zijn. Een ander argument is dat de tenuitvoerlegging van strafrechtelijke en bestuursrechtelijke sancties in de praktijk op problemen stuit, vooral indien het buitenlandse partijen betreft (bijvoorbeeld een buitenlandse controlerend effectenhouder).⁷⁵ Tot slot kan ook aan belanghebbenden het recht worden verleend om civielrechtelijke sancties te verzoeken, zodat zij niet afhankelijk zijn van het optreden van de AFM (bij bestuursrechtelijke sancties) of het OM (bij strafrechtelijke sancties).

Niet overtuigend acht ik het bezwaar dat de mogelijkheid voor belanghebbenden om civielrechtelijke sancties te verzoeken, uitnodigt tot 'tactical litigation' die de biedingsprocedure vertraagt en verstoort.⁷⁶ Dit bezwaar is te overzien, omdat het in de door mij voorgestane regeling uiteindelijk de OK is die besluit of een civielrechtelijke sanctie wordt opgelegd. Zolang dat niet gebeurt, zal het biedingsproces niet wezenlijk worden verstoord. Wordt er wel een sanctie opgelegd, dan bestaat daarvoor ook een reden en is de mogelijke verstoring gerechtvaardigd. Overigens bestaat er ook thans een gevaar van tactical litigation. Ik noem de mogelijkheid om bij de pre-

72 Art 32 Abs 7 BEHG (o.m. schorsing van stemrechten), zie Bernet (1998), p. 237-238; Gajo (1997/3), p. 168.

73 Zie Handelingen II, 1990-1991, p. 4454; De Kluiver (1998/1), p. 257, Oppelaar (2000), p. 273

74 Vgl Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, nr 4, p. 8; Kamerstukken II, 2000-2001, 27 172, nr 6, p. 16.

75 Vgl Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, A (herdruk), p. 3; nr. 3, p. 10, nr 4, p. 9; Kamerstukken II, 2000-2001, 27 172, nr. 6, p. 19-20.

76 Het gevaar van tactical litigation was voor het Verenigd Koninkrijk bij de onderhandelingen over de Richtlijn de reden om te bedingen dat de huidige toezichthouder (Panel) de exclusieve bevoegdheid blijft houden om zelf te oordelen over de vraag door wie en tegen welke door hem genomen besluiten beroep kan worden ingesteld, hetgeen zijn neerslag heeft gevonden in art 4 lid 6 Richtlijn, zie Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 542; Clarke (1999), p. 79-80, Lambrecht (2002), p. 454 e.v.

sident van de rechtbank een kort geding-procedure te initiëren (art. 254 e.v. Rv), aan de OK in het kader van een enquêteprocedure onmiddellijke voorzieningen te verzoeken (art. 2:349a BW) en aan het CBB voorlopige voorzieningen te vragen inzake besluiten van de AFM (§ 10.7.1).

Ik stel mij de volgende regeling voor, zie art. 48n (proeve) Wte 1995. De sancties gelden zowel voor de (wettelijke en statutaire) verplicht bod-regeling als de biedingsregeling. Zij kunnen slechts worden getroffen ten aanzien van doelvennootschappen naar Nederlands recht.⁷⁷ De sancties worden niet door de AFM, maar door de rechter opgelegd. Dit is ook de systematiek bij andere civielrechtelijke sancties in de Nederlandse financiële (toezichts)wetgeving.⁷⁸ Het is onwenselijk dat een toezichthouder, zoals in Spanje, kan ingrijpen in het inwendig bestel van een vennootschap. De OK wordt aangewezen als bevoegde rechter (zie ook § 10.7.2).⁷⁹ De sancties kunnen in een verzoekschriftprocedure worden verzocht door de kapitaalverschaffers van de doelvennootschap⁸⁰, de doelvennootschap, de bieder, degene aan wie daartoe bij de statuten of bij overeenkomst met de doelvennootschap de bevoegdheid is toegekend⁸¹ en de AFM⁸². Kapitaalverschaffers zijn slechts bevoegd indien zij een bepaald percentage (bijvoorbeeld 5%) van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen of rechthebbende zijn op een bepaald bedrag aan aandelen of certificaten daarvan (bijvoorbeeld met een beurswaarde van € 50 miljoen of meer), of zoveel minder als de statuten bepalen.⁸³ De OK kan de volgende sancties treffen:

77 Gelet op het in Nederland gehanteerde incorporatiestelsel (art. 2 WCC), zijn voorzieningen die ingrijpen in het inwendig bestel van een buitenlandse rechtspersoon niet mogelijk. Dit betekent dat de sancties niet kunnen worden getroffen ten aanzien van buitenlandse doelvennootschappen waarop de Nederlandse biedingsregels van toepassing zijn (vgl. art. 6a lid 1 Wte 1995). Bij overtreding van de verplicht bod-regeling kunnen wel altijd sancties worden getroffen, omdat in de door mij voorgestane regeling de biedplicht slechts betrekking heeft op vennootschappen naar Nederlands recht (§ 6.2.4)

78 Zie art. 9 lid 4 Wmz 1996, art. 16 lid 8-9 Wte 1995, art. 26 lid 6 sub e Wte 1995 en art. 24 lid 5 Wtk, waarover Grundmann-van de Krol (2004/1), p. 469 e.v.; Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 616-618.

79 Vgl. Oppelaar (2000), p. 273

80 Omdat de door mij voorgestane verplicht bod-regeling er niet toe strekt bescherming te bieden aan houders van rechten op aandelen of certificaten (opties, converteerbare obligaties, e.d.) en het verplicht bod daarom niet behoeft te worden gericht op deze effecten (§ 9.5.1), zie ik met betrekking tot de biedplicht geen reden om ook houders van deze effecten het recht te verlenen een verzoek te doen. Gelet op de biedingsregeling zou echter wel kunnen worden verdedigd dat ook deze effectenhouders een verzoekrecht dienen te krijgen, aangezien de biedingsregels mede van toepassing zijn bij een openbaar bod op rechten op (certificaten van) aandelen.

81 Vgl. art. 2:346 sub c BW.

82 Gelet hierop en gezien de inertie van het OM inzake zijn civielrechtelijke bevoegdheden in het rechtspersonenrecht, waarover Schmiehan (2003), p. 81; Schmiehan (2004), p. 389-390, De Meijer (2003), hoofdstuk 7, lijkt het mij niet zinvol dat ook het OM de bevoegdheid krijgt civielrechtelijke sancties te verzoeken.

83 Vgl. ook Oppelaar (2000), p. 273; art. 2:346 sub b BW; art. 2:114a BW-wetsvoorstel 28 179.

schorsing van het stemrecht van de controlerend effectenhouder of de bidder; tijdelijke overdracht ten titel van beheer van door de controlerend effectenhouder of de bidder gehouden effecten; een bevel aan de controlerend effectenhouder om zijn belang af te bouwen tot onder de controlegrens⁸⁴; benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen van de doelvennootschap; schorsing of vernietiging van een besluit van een orgaan van de doelvennootschap; een bevel aan de controlerend effectenhouder of de bidder om zich gedurende een bepaalde periode te onthouden van het verkrijgen van effecten van, of van de controle in, de vennootschap. Daarnaast kan de OK als ordemaatregel en ten hoogste voor de duur van het geding onmiddellijke voorzieningen treffen. Tegen beschikkingen van de OK kan beroep in cassatie worden ingesteld.⁸⁵

10.7. Rechtsgang inzake besluiten van de toezichthouder

10.7.1. Aansluiten bij de bestaande rechtsgang inzake het vrijwillig bod

De AFM zal in het kader van haar toezichthoudende taak inzake de verplicht bod-regeling besluiten nemen in de zin van art. 1:3 lid 1 Awb, bijvoorbeeld tot het verlenen van ontheffing, het geven van een aanwijzing of het opleggen van een bestuursrechtelijke sanctie (§ 10.5 en § 10.6). Omdat de AFM een bestuursorgaan is, dient tegen haar besluiten beroep open te staan bij de bestuursrechter (art. 8:1 Awb).⁸⁶ In soortgelijke zin overweging 8 Richtlijn.⁸⁷

Ook in de onderzochte landen kan beroep worden ingesteld tegen besluiten van de toezichthouder inzake het verplicht bod. Het betreft in alle gevallen dezelfde procedure als bij het vrijwillig bod. Met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk staat in alle landen de gang naar een onafhankelijke rechter open. In sommige landen (Duitsland⁸⁸ en Italië⁸⁹) dient eerst beroep te worden ingesteld bij een interne

84 Zie ook Raaijmakers (1997), p. 115.

85 Denkbaar is ook om geen aparte regeling in te voeren, maar de enquêteprocedure (art. 2:344 e.v. BW) te herzien. Een enkele gedraging – het overtreden van de verplicht bod-regeling of de biedingsregeling – kan reeds als wanbeleid kwalificeren, zie HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 nt. Ma (Ogem); HR 21 februari 2003, JOR 2003/58 nt. Brink; NJ 2003, 181 nt. Ma (VIBA); HR 18 april 2003, JOR 2003/110 nt. Blanco Fernández; NJ 2003, 286 nt. Ma (RNA). In dat geval dienen ook de AFM en de doelvennootschap de bevoegdheid te krijgen om een enquêteverzoek in te dienen (art. 2:345-347 BW). Voorts is het dan wenselijk dat definitieve voorzieningen kunnen worden getroffen, zonder dat daaraan een deskundigenonderzoek is voorafgegaan. Een dergelijk onderzoek werkt vertragend en is onnodig, omdat de OK ook zonder rapportage van deskundigen kan vaststellen of de verplicht bod-regeling of biedingsregeling is overtreden. Tot slot zal het aantal door de OK op te leggen voorzieningen (art. 2:356 BW) moeten worden uitgebreid.

86 Roth (2001); Nieuwe Weme (2002/2); Berg (2004).

87 Zie De Serière (2002), p. 506.

88 § 41 e.v. WpÜG, zie Möller (2002), p. 170 e.v.; Haarmann/Riehmer/Schüppen (2002), p. 736-832.

89 Art. 2377 en 2378 Codice Civile, waarover Diemer/Hasselbach (2000), p. 830.

beroepscommissie en kan tegen haar uitspraak beroep worden ingesteld bij een externe rechter. In andere landen (Frankrijk⁹⁰ en Zwitserland⁹¹) kan rechtstreeks beroep worden ingesteld bij een onafhankelijke rechter. In het Verenigd Koninkrijk is slechts beroep mogelijk bij een interne beroepscommissie van de toezichthouder⁹², wat samenhangt met het niet-wettelijke karakter van de biedingsregeling.

Voor vrijwillige biedingen achtte de wetgever de normale rechtsgang inzake besluiten van de AFM⁹³ minder geschikt, omdat het voor het goede functioneren van de effectenmarkten en alle betrokkenen bij het biedingsproces van belang is dat zo snel mogelijk duidelijkheid wordt geschapen over de rechtsgeldigheid van de besluiten. Daarom heeft de wetgever voor besluiten inzake openbare biedingen gekozen voor een afwijkende – versnelde – rechtsgang.⁹⁴ Een belanghebbende kan direct beroep instellen bij het CBB, dat in eerste aanleg tevens in hoogste ressort oordeelt (art. 44 lid 2 en 3 Wte 1995). De versnelde rechtsgang geldt niet voor het besluit inhoudende een bestuurlijke boete, omdat vanwege het strafkarakter van de boete een rechtsgang van twee feitelijke instanties moet ontstaan.⁹⁵ Deze versnelde rechtsgang dient naar mijn mening ook van toepassing te zijn bij besluiten inzake de verplicht bod-regeling.⁹⁶ Bij het verplicht bod is het om dezelfde redenen als bij het vrijwillig bod gewenst dat zo spoedig mogelijk duidelijkheid ontstaat omtrent de rechtsgeldigheid van besluiten van de AFM.

10.7.2. Bevoegde rechter: OK

De OK dient naar mijn oordeel te worden aangewezen als bevoegde rechter inzake besluiten van de AFM ter zake de verplicht bod-regeling en de biedingsregeling.⁹⁷ De OK heeft om meerdere redenen de voorkeur boven het huidige appelcollege, het CBB. Allereerst is de OK beter in staat om te oordelen over – vrijwillige en verplichte – biedingen, de daarbij in acht te nemen voorschriften en de daaruit voortvloeiende geschillen. Het merendeel van de besluiten van de AFM inzake openbare biedingen heeft immers betrekking op onderwerpen waarover de OK sinds jaar en dag oordeelt

90 Art. 1 Ordonnance 7 mai 1988, nr 88-603; art. 12 Ordonnance 28 septembre 1967, zie Hurstel/Süß (1998), p. 207; Le Gall/Morel (1992), p. 159; Vassogne/Loy/Cardi (2001), p. 162-163.

91 Art. 39 BEHG, zie Daeniker (1998), p. 231-232; Gajo (1997/3), p. 168.

92 Zie nr. 3(c), 3(f), 3(g) en 3(h) Introduction City Code, waarover Baum (2003), p. 427-428, Murley (2003), p. 14-15.

93 Inhoudende bezwaar bij de AFM (art. 7.1 Awb), beroep bij de (bestuurskamer van de) rechtbank te Rotterdam (art. 44 lid 1 Wte 1995) en hoger beroep bij het CBB, zie art. 20 lid 1 Wbb jo. de bijlage bij de Wbb

94 Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 11.

95 Zie nader Nieuwe Weme (2002/2), p. 135-138

96 Enzo Euronext (2002), p. 8; VEB (2002), p. 19; SCGOP (2002), p. 8.

97 Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 267-268, 392-393; Nieuwe Weme (2002/2), p. 138-140. Zie ook De Serière (2002), p. 508; Vletter-van Dort (2003), p. 295-296.

en expertise heeft opgebouwd⁹⁸, zoals de informatieverstrekking aan de effectenhouders en de markt en de gelijke behandeling van de effectenhouders. Daarbij zal de OK vaak al op grond van het enquêterecht (art. 2:344 e.v. BW)⁹⁹ en het medezeggenschapsrecht (art. 26 WOR) bij het openbaar bod betrokken zijn. Maar ook na afloop van een biedingsprocedure kan de OK bij de zaak worden betrokken, bijvoorbeeld via de uitkoopprocedure ex art. 2:92a BW, in welk verband de OK zich vaak een oordeel zal vormen over de redelijkheid van de in het kader van het openbaar bod geboden vergoeding. Van belang is voorts dat de OK vooral bij enquêteprocedures inzake betwiste overnames heeft bewezen op zeer korte termijn en slagvaardig te kunnen opereren. Ook gelet op toekomstige ontwikkelingen is de OK te verkiezen boven het CBB. Ingevolge wetsvoorstel 25 732 is de OK de bevoegde rechter inzake het ontmantelen van beschermingsconstructies. Indien aan het verzoek tot ontmanteling een openbaar bod is voorafgegaan, dient de OK te beoordelen of de verzoeker de biedingsregeling heeft nageleefd. Zie het voorgestelde art. 2:359f lid 2 sub b BW. Als ter uitvoering van de Richtlijn het verbod van beschermingsmaatregelen in het Nederlands recht wordt ingevoerd, zal waarschijnlijk de OK worden geroepen bij het niet naleven van deze regels. En indien op de door mij bepleite wijze civielrechtelijke sancties worden geïntroduceerd (§ 10.6.2), zal de OK dergelijke sancties opleggen. Voorts zal de AFM in de door mij voorgestane verplicht bod-regeling haar bevoegdheden ook kunnen aanwenden ten aanzien van de statutaire verplicht bod-regels (§ 10.3.2). Bij beroep tegen besluiten van de AFM ter zake is het wenselijk dat de OK, gelet op zijn deskundigheid hieromtrent, de bevoegde rechter is. Het is praktisch en bevorderlijk voor een goede rechtsvorming dat dezelfde rechter over al deze kwesties oordeelt.

De wetgever heeft bij de invoering van de biedingsregels gekozen voor het CBB, vooral omdat het CBB reeds bevoegd was om in hoger beroep te oordelen over besluiten van de AFM. De minister merkte daarbij op dat beroep bij de OK niet mogelijk is, omdat de AFM als bestuursorgaan besluiten neemt, waartegen ingevolge de Awb beroep moet openstaan op de bestuursrechter. Het zou volgens de minister ook niet logisch zijn om verschillende instanties te laten beslissen over een besluit van de AFM omtrent het biedingsbericht en een besluit van de AFM omtrent het emissieprospectus (art. 3 Wte 1995), aangezien het biedingsbericht en het emissieprospectus soortgelijke documenten zijn. Dit zou tot uiteenlopende jurisprudentie leiden, bijvoorbeeld ten aanzien van het bereik van de art. 3 en 6a Wte 1995 (besloten

98 Zie ook Grundmann-van de Krol (2002/2), p. 47-48, die om deze reden voorstelt de OK aan te wijzen als bevoegde rechter inzake aanwijzingen van de AFM over de inrichting van de jaarrekening.

99 De OK kan bijvoorbeeld in het kader van een enquêteprocedure een oordeel hebben moeten vormen over de rechtmatigheid van beschermingsmaatregelen van de doelvennootschap, de wijze waarop de bieder of de doelvennootschap zijn of haar effectenhouders inzake het openbaar bod heeft geconsulteerd of goedkeuring heeft gevraagd, of over andere kwesties inzake het (voorgenomen) openbaar bod.

kring-criterium), hetgeen ongewenst werd geacht.¹⁰⁰ Deze argumenten overtuigen niet. Het is geen juridische onmogelijkheid om bij het Hof te Amsterdam een bestuurskamer te creëren, die gaat oordelen over besluiten inzake openbare biedingen. Gedacht kan worden aan een aparte bestuurskamer waarmee de OK een personele unie gaat vormen of het aanmerken van de OK als bestuursrechter. Vgl. art. 1:4 lid 2 Awb, volgens welk een tot de rechterlijke macht behorend gerecht als administratieve rechter wordt aangemerkt voor zover hoofdstuk 8 Awb van toepassing of van overeenkomstige toepassing is. Bij de herziening van het enquêterecht in 1970 is zelfs door de Tweede Kamer voorgesteld om een ‘vennootschapskamer’ in te voeren, een administratieve toezichthouder.¹⁰¹ Voorts is de veronderstelde parallellie tussen de openbare emissie en het openbaar bod slechts in beperkte mate aanwezig, wat te meer geldt indien het besloten kring-criterium – als gevolg van de nieuwe Europese prospectusrichtlijn¹⁰² – wordt geschrapt.

10.8. Bevoegde toezichthouder in internationale verhoudingen

Het is niet uitgesloten dat verplicht bod-regelingen van verschillende landen gelijktijdig van toepassing zijn (zie nader § 6.3.1). In dat geval zijn er ook meerdere bevoegde toezichthouders. Elke toezichthouder zal dan toezien op de naleving van zijn ‘eigen’ verplicht bod-regeling. Deze situatie is om meerdere redenen ongewenst, bijvoorbeeld omdat de bevoegde toezichthouders tegenstrijdige beslissingen kunnen nemen.

Het probleem van de verschillende bevoegde toezichthouders is een afgeleide van het probleem van de samenloop van verplicht bod-regelingen. Een oplossing is een verwijzingsregel, die per geval slechts één verplicht bod-regeling aanwijst. In dat geval zal er ook slechts één toezichthouder bevoegd zijn, namelijk de toezichthouder van het land wiens verplicht bod-regeling exclusief van toepassing is. Dit is ook de systematiek van art. 4 lid 2 Richtlijn.¹⁰³ Omdat de verwijzingsregel uit de Richtlijn

100 Kamerstukken II, 1999-2000, 27 172, nr. 3, p. 11.

101 Vgl. Slagter (1996), § 127. Zie ook Van der Heyden/Van der Grinten (1992), nr. 23.

102 Zie Vossestein (2002), p. 482.

103 Zie § 6.3.2 voor literatuur over art. 4 lid 2 Richtlijn. Het aanwijzen van een exclusieve toezichthouder inzake de verplicht bod-regeling betekent overigens niet dat er geen andere toezichthouder bevoegd kan zijn met betrekking tot het bod. Ingevolge de verwijzingsregel van art. 4 lid 2 Richtlijn is de verplicht bod-regeling van toepassing van het land waar de zetel van de doelvennootschap zich bevindt, maar worden de aangelegenheden in verband met de biedingsprocedure (zoals de informatieverstrekking over het bod en de aanmeldingstermijn) beheerst door het recht van het land waar de effecten van de doelvennootschap zijn genoteerd (marktregels). In het uitzonderlijke geval dat in het zeteland geen notering is, zijn er dus twee toezichthouders bevoegd. Indien de verplicht bieder door hem uit te geven aandelen als vergoeding aanbiedt kan er – na omzetting van de nieuwe EG-prospectusrichtlijn (Richtlijn 2003/71/EG, PbEU 2003, L 345) – nog een derde toezichthouder bevoegd zijn, namelijk de prospectustoezichthouder uit het land waar de bieder zijn zetel heeft. Zie ook De Kluiver (2003/1), p. 99-100.

samenloop van verplicht bod-regels niet volledig uitsluit (§ 6.3.2), zal ook in de toekomst sprake kunnen zijn van meervoudig toezicht. In dat geval zullen ad hoc afspraken moeten worden gemaakt tussen de bevoegde toezichthouders, op dezelfde wijze als thans geschiedt bij vrijwillige biedingen.

10.9. Conclusie

Het toezicht op de naleving van de verplicht bod-regeling dient naar mijn oordeel als volgt te worden ingericht. De AFM wordt aangewezen als bevoegde toezichthouder. Haar toezichthoudende taak strekt zich uit over alle aspecten van de wettelijke verplicht bod-regeling. Daarnaast houdt de AFM toezicht op de naleving van de statutaire verplicht bod-regels van vennootschappen die onder het bereik van de wettelijke verplicht bod-regeling vallen. Het toezicht van de AFM laat onverlet de eigen verantwoordelijkheid van de marktpartijen tot naleving van de verplicht bod-regeling. De AFM controleert slechts en verleent geen expliciete goedkeuring of instemming aan gedragingen van de marktpartijen. De bevoegdheden die de AFM thans ter beschikking staan bij vrijwillige biedingen, kan zij ook aanwenden inzake de verplicht bod-regeling. In aanvulling hierop krijgt de AFM de bevoegdheid om een declaratoire beschikking te geven over de uitleg van de verplicht bod-regeling. De bestuursrechtelijke, strafrechtelijke en civielrechtelijke sancties inzake het vrijwillig bod zijn onverkort van toepassing op het verplicht bod. Daarnaast kan de OK in een bijzondere procedure op verzoek van bepaalde belanghebbenden (waaronder de AFM) civielrechtelijke sancties opleggen. De versnelde rechtsgang voor besluiten van de AFM inzake het vrijwillig bod, geldt eveneens voor besluiten betreffende de verplicht bod-regeling. Niet het CBB, maar de OK, wordt aangewezen als bevoegde rechter inzake besluiten van de AFM aangaande het verplicht bod.

Het probleem van de verschillende bevoegde toezichthouders in internationale verhoudingen is een gevolg van samenloop van verplicht bod-regelingen en zal voor een belangrijk deel worden opgelost door implementatie van de in de Richtlijn opgenomen verwijzingsregel.

PROEVE VAN EEN VERPLICHT BOD-REGELING NAAR NEDERLANDS RECHT¹

Wte 1995²

Hoofdstuk I Wte 1995, Inleidende bepalingen

Art. 1 [definities]

In deze wet en de daarop berustende bepalingen wordt – voor zover niet anders is bepaald – verstaan onder:

- [reeds bestaande definities a. tot en met p.]
- q. *controle*³: het, direct of indirect, alleen of tezamen met personen met wie in overeenstemming wordt gehandeld, kunnen uitoefenen van 30% of meer van de stemrechten in de algemene vergadering van aandeelhouders van een vennootschap;
- r. *personen met wie in overeenstemming wordt gehandeld*⁴: personen met wie krachtens overeenkomst of door op elkaar afgestemde gedragingen wordt samengewerkt met als doel of gevolg het verwerven van effecten of stemrechten in een vennootschap respectievelijk haar algemene vergadering van aandeelhouders, dan wel het verwerven of behouden van de controle in een vennootschap, met dien verstande dat onweerlegbaar wordt vermoed dat de volgende personen in onderlinge overeenstemming handelen:
 - (i) personen die deel uitmaken van een groep;
 - (ii) een moedermaatschappij en haar dochtermaatschappij;
 - (iii) een natuurlijk persoon en zijn dochtermaatschappij als bedoeld in art. 1 lid 1 sub d Wmz 1996;
 - (iv) echtgenoten, en rechtspersonen waarin deze echtgenoten de zeggenschap hebben;
 - (v) geregistreerde partners, en rechtspersonen waarin deze geregistreerde partners de zeggenschap hebben;
 - (vi) bloed- of aanverwanten tot in de tweede graad als bedoeld in art. 1:3 BW, en rechtspersonen waarin deze bloed- of aanverwanten de zeggenschap hebben;
 - (vii) deelgenoten in een gemeenschap waartoe een controlerend belang behoort;

1 In de proeve wordt een schets gegeven van de kernbepalingen van de door mij voorgestane verplicht bod-regeling. In de voetnoten wordt verwezen naar de paragraaf of het hoofdstuk van dit boek waarin de desbetreffende bepaling wordt besproken.

2 § 5.3-5.4.

3 Hoofdstuk 7.

4 § 7.5.

- (viii) personen die partij zijn bij een stemovereenkomst inzake de doelvennootschap;
- s. *controlerend effectenhouder*: degene die de controle houdt in een vennootschap;
- t. *doelvennootschap*:
 - (i) de instelling te wier laste de effecten waarop het openbaar bod betrekking heeft, zijn uitgegeven;
 - (ii) de instelling waarin een controlerend belang is verworven;
- u. *verplicht bod*: een openbaar bod dat wordt uitgebracht ingevolge art. 6d lid 1 Wte 1995;
- v. *bewilligde certificaten*: certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven;
- w. *AFM*⁵: de Stichting Autoriteit Financiële Markten.

Hoofdstuk II B Wte 1995, Verplicht bod op effecten

Art. 6d Wte 1995 [biedplicht]

1. Degene⁶ die de controle verwerft in een vennootschap naar Nederlands recht of een Europese naamloze vennootschap met statutaire zetel in Nederland⁷, waarvan aandelen of bewilligde certificaten zijn toegelaten tot de handel aan een erkende effectenbeurs in de EER,⁸ brengt een openbaar bod uit.
2. De bieder houdt zich aan bij of krachtens algemene maatregel van bestuur met het oog op een adequate functionering van de effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten te stellen regels inzake het uitbrengen van het verplicht bod.⁹
3. De art. 6a tot en met 6c zijn van toepassing op het verplicht bod.¹⁰

Art. 6e Wte 1995 [gratieperiode]¹¹

De in art. 6d lid 1 bedoelde verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod vervalt indien binnen 30 dagen na verwerving van de controle niet langer de controle wordt gehouden, mits de controlerend effectenhouder of personen met wie hij in overeenstemming handelt in deze periode hun stemrechten niet hebben uitgeoefend.

Art. 6f Wte 1995 [dispensatieprocedure]¹²

1. De in art. 6d lid 1 bedoelde verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod

5 Hoofdstuk 10

6 § 6.1.

7 § 6.2.4.

8 § 6.2.4 en § 6.4.1 sub a.

9 § 5.8

10 § 5.6.

11 § 8.3

12 § 8.4.

vervalt indien de algemene vergadering van aandeelhouders van de doelvennootschap uiterlijk 30 dagen nadat de controle is verworven hiertoe besluit met ten minste 90% van de uitgebrachte stemmen. Bij het nemen van het besluit kunnen de controlerend effectenhouder en personen met wie hij in overeenstemming handelt geen stem uitbrengen.

2. Op verzoek van de controlerend effectenhouder roept het bestuur van de doelvennootschap onverwijld een algemene vergadering bijeen waarin over het in lid 1 bepaalde wordt besloten.
3. Het bestuur van de doelvennootschap voegt een mededeling toe aan de jaarrekening en het jaarverslag waarin de vrijstelling als bedoeld in lid 1 wordt vermeld. De mededeling wordt opgenomen zolang de desbetreffende effectenhouder een vrijgesteld controlerend belang in de doelvennootschap houdt.

Art. 6g Wte 1995 [statutaire afwijking van de wettelijke biedplicht]

1. Bij de statuten kan van de regels gesteld bij of krachtens art. 6d worden afgeweken. De statutaire afwijking dient zodanig te zijn dat effectenhouders van de doelvennootschap hierdoor aanvullende bescherming wordt geboden.¹³
2. Het bestuur van de doelvennootschap voegt een verklaring toe aan de jaarrekening en het jaarverslag waarin de afwijking als bedoeld in lid 1 wordt vermeld en gemotiveerd. De verklaring wordt opgenomen zolang er sprake is van een afwijking.¹⁴
3. De algemene vergadering van aandeelhouders besluit ten minste vierjaarlijks over het voortzetten van de afwijking als bedoeld in lid 1.¹⁵

Art. 6h Wte 1995 [vrijstelling]¹⁶

1. Onze Minister kan vrijstelling verlenen van art. 6d lid 1.
2. Aan een vrijstelling kunnen beperkingen worden gesteld en voorschriften worden verbonden met het oog op een adequate functionering van de effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten.

Art. 6i Wte 1995 [onthefing]¹⁷

1. De AFM kan, op verzoek, ontheffing verlenen van de regels gesteld bij of krachtens de art. 6d, 6e en 6f en van de statutaire regels als bedoeld in art. 6g.
2. De AFM kan een besluit als bedoeld in lid 1 wijzigen of intrekken indien naar haar oordeel omstandigheden waaronder het besluit is genomen zodanig zijn gewijzigd dat het besluit in strijd is met het belang van een adequate functionering van de effectenmarkten of de positie van de beleggers op die markten.

¹³ § 5.5.3 en § 5.5.4

¹⁴ § 5.5.5

¹⁵ § 5.5.6

¹⁶ § 5.8 en hoofdstuk 8

¹⁷ § 5.8 en § 10.5.1 sub d

Hoofdstuk VII Wte 1995, Bijzondere bepalingen

Art. 28 Wte 1995 [aanwijzing]¹⁸

[p.m.: Artikel aldus aanpassen dat de AFM ook bij niet-naleving van de (wettelijke of statutaire) verplicht bod-regels een aanwijzing kan geven, enzovoort.]

Art. 28c Wte 1995 [declaratoire beschikking]¹⁹

De AFM kan op aanvraag een declaratoire beschikking geven over de uitleg van de regels gesteld bij of krachtens de art. 6a tot en met 6f, 6h en van de statutaire regels als bedoeld in art. 6g.

Hoofdstuk VIII Wte 1995, Controle, uitvoering en samenwerking

Art. 29 Wte 1995 [inlichtingen inwinnen]²⁰

[p.m.: Artikel aldus aanpassen dat de AFM ook bij de controlerend effectenhouder en de effectenhouder met veronderstelde controle inlichtingen kan inwinnen, enzovoort.]

Art. 32 Wte 1995 [openbaarmaking aanwijzing]²¹

[p.m.: Artikel aldus aanpassen dat de AFM ook de aanwijzing inzake niet-naleving van de (wettelijke of statutaire) verplicht bod-regels ter openbare kennis kan brengen, enzovoort.]

Art. 33 e.v. Wte 1995 [informatieuitwisseling en samenwerking]²²

[De artikelen zullen na invoering van de verplicht bod-regeling automatisch van toepassing zijn inzake het verplicht bod.]

Hoofdstuk IX Wte 1995, Overdracht van toezicht

Art. 40 Wte 1995 [delegatiebevoegdheid minister]²³

[p.m.: Artikel aldus aanpassen dat de minister bij Overdrachtsbesluit Wte 1995 bepaalde bevoegdheden inzake de (wettelijke en statutaire) verplicht bod-regels kan delegeren aan de AFM.]

18 § 10.5 l sub c

19 § 10.5.2.

20 § 10.5 l sub b.

21 § 10.5 l sub c

22 § 10.5 l sub b

23 § 10.2 en § 10.3.

Hoofdstuk X Wte 1995, Beroep

Art. 44 Wte 1995 [OK in eerste en enige aanleg bevoegd]²⁴

[p.m.: Artikel aldus aanpassen dat tegen besluiten van de AFM inzake de (wettelijke of statutaire) verplicht bod-regels en de biedingsregeling rechtstreeks beroep kan worden ingesteld bij de OK die in eerste en enige aanleg oordeelt, met uitzondering van besluiten inhoudende een bestuurlijke boete.]

Hoofdstuk XII B Wte 1995, Dwangsom en bestuurlijke boete

Art. 48b Wte 1995 [last onder dwangsom]²⁵

[p.m.: Artikel aldus aanpassen dat de AFM ook bij niet-naleving van de (wettelijke of statutaire) verplicht bod-regels een last onder dwangsom kan opleggen, enzovoort.]

Art. 48c Wte 1995 [bestuurlijke boete]²⁶

[p.m.: Artikel aldus aanpassen dat de AFM ook bij niet-naleving van de (wettelijke of statutaire) verplicht bod-regels een bestuurlijke boete kan opleggen, enzovoort.]

Art. 48m Wte 1995 [publicatie van opgelegde last of boete]²⁷

[Artikel zal na invoering van de verplicht bod-regeling automatisch van toepassing zijn op bestuursrechtelijke sancties inzake het verplicht bod.]

Hoofdstuk XII C Wte 1995, Civielrechtelijke sancties

Art. 48n Wte 1995 [civielrechtelijke sancties]²⁸

1. Indien de regels gesteld bij of krachtens de art. 6a of 6d dan wel de statutaire regels als bedoeld in art. 6g worden overtreden, kan de ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam op verzoek van degene die krachtens het tweede lid daartoe bevoegd is, een of meer van de in het vierde lid genoemde maatregelen treffen ten aanzien van een doelvennootschap die wordt beheerst door Nederlands recht.
2. Tot het instellen van een verzoek zijn bevoegd:
 - a. een of meer houders van aandelen of bewilligde certificaten van de doelvennootschap, die alleen of gezamenlijk ten minste 5% van het geplaatst kapitaal vertegenwoordigen of volgens de prijscourant van de effectenbeurs waar de

24 § 10.7.

25 § 10.6.1 sub b

26 § 10.6.1 sub b

27 § 10.6.1 sub b

28 § 10.6.2.

- effecten zijn genoteerd ten minste een waarde vertegenwoordigen van € 50 miljoen, of zoveel minder als de statuten bepalen;
- b. de doelvennootschap;
 - c. de bieder;
 - d. degene aan wie daartoe bij de statuten of bij overeenkomst met de doelvennootschap de bevoegdheid is toegekend;
 - e. de AFM.
3. De bevoegdheid om een verzoek in te stellen vervalt door verloop van drie maanden vanaf de dag waarop degene die bevoegd is het verzoek in te stellen van de overtreding kennis heeft genomen of had kunnen nemen.
4. De maatregelen, bedoeld in het eerste lid, zijn:
- a. schorsing van het stemrecht van de controlerend effectenhouder of de bieder;
 - b. tijdelijke overdracht ten titel van beheer van door de controlerend effectenhouder of de bieder gehouden effecten;
 - c. een bevel aan de controlerend effectenhouder om zijn belang aldus af te bouwen dat hij niet langer de controle houdt, althans tot een door de ondernemingskamer te bepalen niveau;
 - d. benoeming, schorsing of ontslag van een of meer bestuurders of commissarissen van de doelvennootschap;
 - e. schorsing of vernietiging van een besluit van een orgaan van de doelvennootschap;
 - f. een bevel aan de controlerend effectenhouder of de bieder om zich gedurende een door de ondernemingskamer te bepalen periode te onthouden van het verkrijgen van effecten van de doelvennootschap of van de controle in de doelvennootschap.
5. De ondernemingskamer kan op verzoek van degene die het oorspronkelijke verzoek heeft ingesteld of van degene tegen wie de maatregel is gericht de periode, bedoeld in het vierde lid, verkorten.
6. Nadat het verzoek als bedoeld in het eerste lid is ingesteld, kan de ondernemingskamer op verzoek van degene die bevoegd is tot het instellen van een verzoek als bedoeld in het tweede lid een onmiddellijke voorziening treffen voor ten hoogste de duur van het geding.
7. De ondernemingskamer regelt zo nodig de gevolgen van de door haar getroffen maatregelen.
8. Tegen de beschikkingen van de ondernemingskamer uit hoofde van dit artikel staat beroep in cassatie open.

Vrijstellingsregeling Wte 1995

Hoofdstuk III A Vrijstellingsregeling Wte 1995, Vrijstelling als bedoeld in art. 6h lid 1 Wte 1995

Art. 11b Vrijstellingsregeling Wte 1995 [vrijstelling inzake het verplicht bod]²⁹

1. Van art. 6d lid 1 Wte 1995 wordt vrijstelling verleend indien de controle wordt verregen:
 - a. als gevolg van een openbaar bod op alle aandelen of bewilligde certificaten van de doelvennootschap, mits de betaalde vergoeding ten minste gelijk is aan de vergoeding die volgens de art. 9bb en 9cc Bte 1995 zou moeten worden geboden bij een verplicht bod;³⁰
 - b. door een rechtspersoon die ten doel heeft het behartigen van de belangen van de doelvennootschap en die de effecten tijdelijk gaat houden ter afwering van een overname;³¹
 - c. door een persoon die de desbetreffende effecten gaat houden ten titel van beheer;³²
 - d. door toekenning van stemrecht bij vestiging van pandrecht;³³
 - e. door overdracht van een controlerend belang binnen een groep;³⁴
 - f. door een herstructurering van een vennootschap die in ernstige financiële moeilijkheden verkeert;³⁵
 - g. gelijktijdig met een controleverwerving door één of meer andere personen, met dien verstande dat de vrijstelling niet wordt verleend aan de persoon die de meeste stemrechten kan uitoefenen, en indien dit meerdere personen zijn, de persoon met het grootste eigen vermogen;³⁶
 - h. door handelen in overeenstemming met een controlerend effectenhouder;³⁷
 - i. doordat een andere vennootschap waarin de controle wordt gehouden, de controle verwerft in een derde vennootschap.³⁸
2. Indien een vrijstelling als bedoeld in lid 1 van toepassing is, voegt het bestuur van de doelvennootschap een mededeling toe aan de jaarrekening en het jaarverslag waarin de vrijstelling wordt vermeld. De mededeling wordt opgenomen zolang de desbetreffende effectenhouder een vrijgesteld controlerend belang in de vennootschap houdt.³⁹

29 Hoofdstuk 8.

30 § 8.5.3.

31 § 8.5.4.

32 § 8.5.5.

33 § 8.5.6.

34 § 8.5.7.

35 § 8.5.8.

36 § 8.5.9.

37 § 8.5.10.

38 § 8.5.11.

39 § 8.5.13.

Bte 1995

Hoofdstuk III A Bte 1995, Bepalingen ter uitvoering van art. 6a lid 2 en 3 Wte 1995

Art. 9d/9e/9f Bte 1995 [verbod van het rauwelijks bod]⁴⁰

[p m Artikelen schrappen, althans niet van toepassing verklaren bij het verplicht bod]

Art. 9h lid 5 Bte 1995 [aankopen tijdens de aanmeldingstermijn; best price rule]⁴¹

[p m Artikel aldus aanpassen dat ook rekening wordt gehouden met aankopen door personen die in overeenstemming met de bieder handelen en met aankopen via de effectenbeurs]

Hoofdstuk III B Bte 1995, Bepalingen ter uitvoering van art. 6d lid 2 Wte 1995

Art. 9w Bte 1995 [openbare mededeling bij controleverwerving]⁴²

- 1 Degene die de controle verwerft doet onverwijld een openbare mededeling door middel van een persbericht Hij zendt tegelijk een afschrift daarvan aan de doelvennootschap
- 2 De openbare mededeling bedoeld in lid 1 vermeldt in ieder geval
 - a de naam van de controlerend effectenhouder,
 - b de naam van de doelvennootschap,
 - c het belang dat is verworven,
 - d of ingevolge de controleverwerving een verplicht bod moet worden uitgebracht dan wel dat er een vrijstelling geldt als bedoeld in art 6h Wte 1995,
 - e of ontheffing zal worden gevraagd van de biedplicht als bedoeld in art 6i Wte 1995,
 - f of het controlerend belang gedurende de gratieperiode als bedoeld in art 6e Wte 1995 zal worden afgebouwd tot onder de biedgrens,
 - g of de algemene vergadering van aandeelhouders van de doelvennootschap zal worden verzocht dispensatie te verlenen van de verplichting tot het uitbrengen van een openbaar bod als bedoeld in art 6f Wte 1995

Art. 9x Bte 1995 [moment waarop het verplicht bod wordt uitgebracht]⁴³

Het verplicht bod wordt binnen 30 dagen na verwerving van de controle uitgebracht

40 § 9 3

41 § 9 6 2 sub g

42 § 7 7

43 § 9 2

Art. 9y Bte 1995 [nakoming van de biedplicht door een derde]⁴⁴

Het verplicht bod kan worden uitgebracht door een ander dan de controlerend effectenhouder, in welk geval de controlerend effectenhouder is gekwetten van zijn biedplicht.

Art. 9z Bte 1995 [onvoorwaardelijk bod]⁴⁵

Het verplicht bod bevat geen opschortende of ontbindende voorwaarden.

Art. 9aa Bte 1995 [effecten waarop het verplicht bod is gericht]⁴⁶

1. Het verplicht bod is gericht op de aandelen en de bewilligde certificaten van de doelvennootschap.
2. In afwijking van lid 1 behoeft het verplicht bod niet betrekking te hebben op:
 - a. aandelen en bewilligde certificaten die ten tijde van het uitbrengen van het bod nog niet waren uitgegeven of waarvan op dat tijdstip de uitgifte nog niet bekend was gemaakt, noch ter kennis van de bieder was gebracht;
 - b. aandelen die worden gehouden door een rechtspersoon die ten doel heeft het behartigen van de belangen van de doelvennootschap en die de aandelen tijdelijk houdt ter afwering van een overname;
 - c. aandelen waarvoor een rechtspersoon bewilligde certificaten heeft uitgegeven.

Art. 9bb Bte 1995 [de hoogte van de vergoeding]

1. De bieder biedt voor de aandelen en de bewilligde certificaten een vergoeding die ten minste gelijk is aan de hoogste prijs die door de controlerend effectenhouder, of door personen met wie in overeenstemming wordt gehandeld, in de 12 maanden voor het moment van verwerving van de controle voor effecten van dezelfde soort is betaald of, indien deze hoger is, de gemiddelde beurskoers van de desbetreffende effecten in de bedoelde periode. Onder beurskoers wordt verstaan de koers van de aan Euronext Amsterdam genoteerde effecten. Indien hier geen notering is, geldt de koers van de effecten die zijn genoteerd aan een andere erkende effectenbeurs in de EER, en bij meerdere noteringen, de beurs met de hoogste omzet in de desbetreffende effecten in de referentieperiode.⁴⁷
2. Voor aandelen of bewilligde certificaten van een soort waarvoor de controlerend effectenhouder geen vergoeding heeft betaald en die evenmin ter beurse zijn genoteerd, wordt ten minste een redelijke vergoeding geboden.⁴⁸
3. De voor de verschillende soorten aandelen en bewilligde certificaten te bieden vergoedingen staan in een redelijke verhouding tot elkaar.⁴⁹

44 § 9.4.

45 § 9.7.

46 § 9.5.

47 § 9.6.2 sub a-c.

48 § 9.6.2 sub d

49 § 9.6.2 sub e.

4. De AFM kan de wettelijke of statutaire minimumvergoeding wijzigen, indien:
- a. de hoogste prijs bij overeenkomst tussen de controlerend effectenhouder, of personen met wie in overeenstemming wordt gehandeld, en de verkoper is vastgesteld;
 - b. de marktprijzen van de effecten van de doelvennootschap zijn gemanipuleerd;
 - c. de doelvennootschap in financiële moeilijkheden verkeert; of
 - d. de marktprijzen van de effecten van de doelvennootschap door andere bijzondere omstandigheden dan hiervoor bedoeld zijn beïnvloed.

In zulk een geval bepaalt de AFM de minimaal te bieden vergoeding op grond van de gemiddelde marktwaarde over een bepaalde periode, de liquidatiewaarde of andere objectieve waarderingscriteria die gewoonlijk bij de financiële analyse worden toegepast.⁵⁰

Art. 9cc Bte 1995 [de aard van de vergoeding]

1. De vergoeding bestaat uit euro's dan wel uit door de bieder, of een tot de groep van de bieder behorende vennootschap, uitgegeven aandelen, of bewilligde certificaten daarvan, die liquide van aard zijn en zijn genoteerd aan een bij Euronext aangesloten effectenbeurs.⁵¹
2. Indien een derde de controle houdt in de vennootschap waarvan aandelen of bewilligde certificaten worden aangeboden, biedt de bieder een keuze tussen aandelen of bewilligde certificaten en contanten.⁵²
3. Er wordt in ieder geval een vergoeding in euro's aangeboden, indien de controlerend effectenhouder, of personen met wie in overeenstemming wordt gehandeld, in de periode vanaf 12 maanden vóór het verwerven van de controle tot gestanddoening van het bod, 5% of meer van de stemrechten of het geplaatst kapitaal van de doelvennootschap heeft verworven tegen een vergoeding in contanten.⁵³

Hoofdstuk V Bte 1995, Bepalingen ter uitvoering van art. 11 lid 1 Wte 1995

Art. 32a Bte 1995 [bemiddelingsverbod voor effecteninstellingen]⁵⁴

Een effecteninstelling verleent geen medewerking aan het verwerven van effecten en een openbaar bod indien de AFM hiertoe besluit en de effecteninstellingen daarvan in kennis stelt.

50 § 9.6.4.

51 § 9.6.3 sub a en b.

52 § 9.6.3 sub b.

53 § 9.6.3 sub c.

54 § 10.6.1 sub b.

AFM-beleidsregel verplicht bod⁵⁵

[p.m.: Vermelding van het beleid van de AFM inzake:

- a. Het vaststellen van de controle.⁵⁶
- b. De gevallen waarvoor door de minister vrijstelling van de biedplicht is verleend.⁵⁷
- c. Het verlenen van integrale ontheffing van de biedplicht.⁵⁸
- d. Het verlenen van ontheffing van de verplichting om het bod te richten tot alle houders van aandelen of bewilligde certificaten.⁵⁹
- e. De te bieden vergoeding, waaronder de gevallen waarin van de wettelijke vergoeding mag worden afgeweken en de uitleg van het begrip 'liquide effecten'.⁶⁰]

Boek 2 BW

Art. 2:392 BW [overige gegevens]

1. Het bestuur voegt de volgende gegevens toe aan de jaarrekening en het jaarverslag:
[reeds vereiste gegevens sub a tot en met h]
 - i. een mededeling waarin de vrijstelling als bedoeld in de art. 6f en 6h Wte 1995 wordt vermeld;⁶¹
 - j. een verklaring waarin de statutaire afwijking van de wettelijke verplicht bod-regeling als bedoeld in art. 6g Wte 1995 wordt vermeld en gemotiveerd.⁶²

WED

[p.m.: Wet aldus aanpassen dat overtreding van de wettelijke verplicht bod-regeling strafrechtelijk kan worden gesanctioneerd.⁶³]

55 § 5.8 en § 10.3.1.

56 § 7.3.3 en § 7.4-7.6.

57 § 8.1 en § 8.5.

58 § 8.1 en § 10.5.1 sub d.

59 § 9.5.3

60 § 9.6.

61 § 8.4 en § 8.5.13.

62 § 5.5.5.

63 § 10.6.1 sub c.

1. Aanleiding en doelstelling van het onderzoek¹

In de meeste EU-lidstaten, en ook in veel andere landen (zie hierna nr 4), bestaat de regel dat de effectenhouder die de controle verkrijgt in een beursvennootschap een openbaar bod uitbrengt op de overige effecten. In Nederland wordt sinds het begin van de negentiger jaren in toenemende mate discussie gevoerd over de vraag of zulk een verplicht bod-regeling ook in het Nederlands recht moet worden opgenomen. Op 30 januari 2002 publiceerde de regering een consultatiedocument waarmee deze vraag aan de markt werd voorgelegd. De reacties hierop waren verdeeld. Nog in hetzelfde jaar, op 2 oktober 2002, werd een nieuw voorstel voor een dertiende EG-richtlijn inzake openbare biedingen gepubliceerd. Naar aanleiding hiervan berichtte de regering de Tweede Kamer op 25 november 2002 dat zij het vooralsnog weinig opportuun acht om een biedplicht in te voeren waar deze in de nabije toekomst wellicht niet verenigbaar is met de Richtlijn. Op 21 april 2004 werd, na ruim 30 jaar discussieren en onderhandelen, de definitieve tekst van de Richtlijn aangenomen. Ingevolge art 5 jo art 21 lid 1 Richtlijn dient Nederland uiterlijk op 20 mei 2006 een verplicht bod-regeling in te voeren (zie nr 3).

In deze studie onderzoek ik wat de grondslag van de biedplicht is, wat met het verplicht bod wordt beoogd, of invoering van de biedplicht in het Nederlands recht gewenst is, welke minimumeisen de Richtlijn aan de verplicht bod-regeling stelt, op welke wijze de biedplicht in andere Europese landen (Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Italië, Spanje en Zwitserland) is geregeld en welke vorm en inhoud de Nederlandse verplicht bod-regeling moet krijgen. Per onderwerp van de verplicht bod-regeling doe ik voorstellen voor een wettekst. Tezamen vormen zij een proeve van een verplicht bod-regeling naar Nederlands recht, waarvan de doorlopen-de tekst vóór deze samenvatting is opgenomen.

Het onderzoek is afgesloten op 1 juni 2004.

2. De grondslag van het verplicht bod²

Daargelaten de verplichting uit de Richtlijn, zijn er naar mijn oordeel drie redenen om een verplicht bod-regeling in Nederland in te voeren. De eerste twee redenen lig-

1 Zie hoofdstuk 1.

2 Zie hoofdstuk 2.

gen ook ten grondslag aan de verplicht bod-regeling van de Richtlijn (nr. 3) en van de onderzochte landen (nr. 4).

Ten eerste kan met het verplicht bod de controlepremie over alle effectenhouders worden verdeeld. De controlepremie behoort mijns inziens toe aan de vennootschap. En omdat de kapitaalverschaffers gelijkgerechtigd zijn tot het vermogen van de vennootschap, hebben zij recht op een evenredig deel van de controlepremie. Als een aantal effectenhouders een vergoeding ontvangt waarin de controlepremie ligt besloten, incasseren deze effectenhouders tevens het deel van de controlepremie dat toekomt aan de achterblijvende effectenhouders. Door een biedplicht kan worden bewerkstelligd dat de overige effectenhouders het hun toekomende deel van de controlepremie alsnog ontvangen.

Ten tweede dient een biedplicht te worden ingevoerd teneinde de achterblijvende effectenhouders te beschermen tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder. Nederland kent weliswaar verschillende voorschriften die bescherming bieden tegen machtsmisbruik, maar van een gesloten stelsel is geen sprake en zal ook nimmer sprake kunnen zijn. Volledige bescherming kan slechts worden geboden door effectenhouders de mogelijkheid te bieden de vennootschap te verlaten.

Het derde argument voor invoering van een biedplicht is de concurrentiepositie van Nederland. Goede bescherming van kapitaalverschaffers heeft een drukkende werking op de kapitaalkosten van Nederlandse ondernemingen en komt daardoor de concurrentiekracht van Nederlandse ondernemingen ten goede. Van belang hierbij is dat vrijwel alle Europese landen een biedplicht kennen (zie nr. 4).

Deze drie argumenten winnen aan kracht door de toenemende druk door markt en regelgeving op beschermingsconstructies. Hierdoor is het bestuur van de doelvennootschap minder gemakkelijk in staat om een bod op alle effecten af te dwingen en bescherming te bieden tegen machtsmisbruik. De biedplicht kan een verlies van beschermingsconstructies compenseren.

De bezwaren van een biedplicht kunnen voor een belangrijk deel worden weggenomen door daarvoor voorzieningen te treffen. Om financieringsproblemen van de bieder te voorkomen kan bijvoorbeeld worden bepaald dat het verplicht bod in liquide aandelen mag luiden (nr. 9). Voorts kan voor verschillende situaties vrijstelling worden verleend, zoals voor bestaande controlerende belangen en reddingsparticipaties in noodlijdende vennootschappen. Daarnaast kan worden bepaald dat de biedplicht vervalt indien het controlerend belang wordt afgebouwd tot onder de biedgrens (nr. 8).

Het voorgaande betekent dat de invoering van een biedplicht in Nederland gewenst is en dat er vooralsnog geen reden is om bij de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn in 2011 te pleiten voor het schrappen van de verplicht bod-regeling. Dit kan anders worden, indien de verplicht bod-regeling in de praktijk onvoorziene en ongewenste gevolgen blijkt te hebben.

3. Dertiende EG-richtlijn³

De verplicht bod-regeling dient ingevolge art. 5 Richtlijn aan de volgende minimumeisen te voldoen. De biedplicht ontstaat bij het verwerven van de controle in een vennootschap die wordt beheerst door het recht van een lidstaat en waarvan effecten zijn toegelaten tot de handel aan een gereguleerde markt in de EER. Het percentage van de stemrechten bij verkrijging waarvan sprake is van controle, wordt door de lidstaten vastgesteld. Het verplicht bod is gericht op alle effecten waaraan stemrechten zijn verbonden. De vergoeding is gelijk aan de hoogste prijs die door de bieder voor de desbetreffende effecten is betaald in de periode van zes tot twaalf maanden voorafgaand aan het bod tot het einde van de aanmeldingstermijn. De vergoeding bestaat uit contanten en/of effecten. Indien het bod alleen in effecten luidt, zijn dit liquide effecten. Er wordt in ieder geval een vergoeding in contanten aangeboden, indien de controlerend effectenhouder in een bepaalde periode voor het bod effecten heeft verworven tegen een vergoeding in contanten. Er geldt geen biedplicht voor effectenhouders die op het moment van inwerkingtreding van de nationale verplicht bod-regeling een controlerend belang houden. Evenmin ontstaat er een biedplicht indien de controle is verkregen door een vrijwillig bod. Omdat de Richtlijn minimumvoorschriften geeft, kunnen de lidstaten aanvullende voorwaarden en strengere voorschriften vaststellen. Het is ook geoorloofd om lichtere voorschriften en generieke vrijstellingen vast te stellen en voorts om de toezichthouder de bevoegdheid te geven om in individuele gevallen ontheffing te verlenen, mits dit geen afbreuk doet aan de evenredige verdeling van de controlepremie en de bescherming tegen machtsmisbruik. De lidstaten wijzen een autoriteit aan die toezicht gaat houden op de naleving van de verplicht bod-regeling.

4. Buitenlandse verplicht bod-regelingen⁴

Nederland bevindt zich door het ontbreken van een verplicht bod-regeling in een uitzonderingspositie binnen de EU. Van de 25 lidstaten hebben er 20 een verplicht bod-regeling. Naast Nederland kennen Luxemburg, Griekenland, Cyprus en Malta geen biedplicht. Anders dan Nederland, hebben deze vier landen echter geen effectenbeurs van betekenis. Ook buiten Europa komt de verplicht bod-regeling voor, maar in mindere mate. Het federale recht van de Verenigde Staten kent geen biedplicht. Slechts enkele minder belangrijke staten hebben een regeling in hun wetgeving opgenomen die eenzelfde effect heeft als een biedplicht. Wel worden de effectenhouders in de Verenigde Staten door andere regelgeving verregaand beschermd en bestaat er veel ruimte voor beschermingsconstructies die machtsmisbruik door de controlerend

3 Zie hoofdstuk 3

4 Zie hoofdstuk 4

effectenhouder in de weg staan en de doelvennootschap in staat stellen een openbaar bod op alle effecten af te dwingen.

Aangezien in de onderzochte landen met de biedplicht vrijwel hetzelfde wordt nagestreefd (nr. 2), vertonen de regelingen aanzienlijke gelijkenis. Dit geldt in het bijzonder voor de regelingen van het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk. In deze landen wordt een verplicht bod uitgebracht bij verwerving van 30% (Verenigd Koninkrijk en Duitsland) of 33⅓% (Frankrijk) van de stemrechten (Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk) of het aandelenkapitaal (Frankrijk) van een vennootschap wier zetel zich in het desbetreffende land bevindt en waarvan effecten in het desbetreffende land (Verenigd Koninkrijk en Frankrijk) of in de EER (Duitsland) zijn genoteerd. Voor diverse gevallen gelden vrijstellingen. Het bod heeft betrekking op alle aandelen. In het Verenigd Koninkrijk en Frankrijk wordt het bod ook gericht op alle rechten op aandelen (converteerbare obligaties, opties, enz.). De vergoeding is niet lager dan de hoogste prijs die de bieder in de afgelopen 12 maanden voor de effecten heeft betaald. In Duitsland is deze periode drie maanden en is de gemiddelde beurskoers de absolute ondergrens. Het bod luidt in contanten en/of liquide aandelen. In het Verenigd Koninkrijk moet in ieder geval een vergoeding in contanten worden geboden. In alle drie de landen houdt een onafhankelijke instantie toezicht op de naleving van de verplicht bod-regels.

5. Het verplicht bod naar komend Nederlands recht: voorvragen en uitgangspunten⁵

Bij het opstellen van de verplicht bod-regeling dienen naar mijn mening de volgende uitgangspunten te gelden. De kernbepalingen van de verplicht bod-regeling worden in de Wte 1995 neergelegd en uitgewerkt in het Bte 1995. De minimumvoorschriften uit de Richtlijn (nr. 3) worden hierbij in acht genomen. De bestaande biedingsregels, die gelden bij een vrijwillig bod, zijn mede van toepassing bij het verplicht bod.

De strekking van de biedplicht (nr. 2) wordt als richtsnoer genomen. De verplicht bod-regeling wordt derhalve aldus vormgegeven dat de controlepremie evenredig over de effectenhouders wordt verdeeld, de achterblijvende effectenhouders worden beschermd tegen machtsmisbruik door de controlerend effectenhouder en de concurrentiepositie van Nederlandse ondernemingen wordt verbeterd. Gelet op dit laatste dient zoveel mogelijk te worden aangesloten bij de verplicht bod-regeling van de belangrijke lidstaten het Verenigd Koninkrijk, Duitsland en Frankrijk (nr. 4).

De verplicht bod-regeling is een vennootschapsregel, omdat de belangrijkste argumenten voor invoering daarvan voortvloeien uit het vennootschapsrecht en de plicht is gekoppeld aan het lidmaatschap van de vennootschap en geldt jegens mede-effec-

⁵ Zie hoofdstuk 5.

tenhouders. Dit betekent onder meer dat de verplicht bod-regeling dient aan te sluiten bij de statutaire zetel van de doelvennootschap en zich dus niet kan uitstrekken tot doelvennootschappen naar buitenlands recht en voorts dat de biedplicht ook kan gelden voor de buitenlandse controlerend effectenhouder.

Individuele vennootschappen mogen bij statuten van de wettelijke verplicht bod-regeling afwijken. De statutaire afwijking dient zodanig te zijn dat effectenhouders van de doelvennootschap hierdoor aanvullende bescherming wordt geboden. Het is wenselijk dat bij de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn de mogelijkheid wordt geboden om in de nationale regeling te bepalen dat de wettelijke biedplicht bij statuten kan worden verlicht of volledig buiten toepassing kan worden verklaard. Een vennootschap die bij statuten van de wettelijke biedplicht afwijkt, motiveert dit in haar jaarstukken. De AvA besluit ten minste vierjaarlijks over het al dan niet voortzetten van de statutaire afwijking.

Er wordt een onafhankelijke instantie (AFM) aangewezen die toezicht gaat houden op de naleving van de verplicht bod-regeling (nr. 10).

6. Werkingssfeer⁶

De door mij voorgestane verplicht bod-regeling is van toepassing op naamloze vennootschappen naar Nederlands recht en Europese naamloze vennootschappen met statutaire zetel in Nederland (Nederlandse SE's), waarvan aandelen of bewilligde certificaten van aandelen zijn toegelaten tot de handel aan een erkende effectenbeurs in de EER. Het is onwenselijk om het bereik van de verplicht bod-regeling uit te breiden tot niet-beursvennootschappen.

Samenloop van verplicht bod-regelingen uit verschillende landen zal weinig voorkomen. Desalniettemin is het gewenst dat er een verwijzingsregel wordt ingevoerd, inhoudende dat de verplicht bod-regeling van toepassing is van het land waar de statutaire zetel van de doelvennootschap zich bevindt. De Richtlijn bevat zulk een verwijzingsregel. Deze regel sluit samenloop echter niet volledig uit. Ten eerste omdat binnen de EER zowel het incorporatiestelsel als het stelsel van de werkelijke zetel wordt gehanteerd. Dit betreft een algemeen probleem van het internationale vennootschapsrecht, dat op het niveau van de communautaire regelgever of het HvJEG moet worden opgelost. Ten tweede geeft de Richtlijn geen uitsluitel over de vraag welke onderdelen van de Richtlijn geacht worden deel uit te maken van de verplicht bod-regeling. Dit probleem dient te worden opgelost in het kader van de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn.

6 Zie hoofdstuk 6.

7. De controle⁷

De verplichting om een bod uit te brengen dient te ontstaan indien de controle wordt verworven. Dit wordt in mijn voorstel als volgt uitgewerkt. Controle wordt gedefinieerd als het kunnen uitoefenen van 30% of meer van de stemrechten in de AvA. Aangenomen wordt dat aan bewilligde certificaten van aandelen stemrechten zijn verbonden. Bij de vaststelling van de biedplicht wordt geen rekening gehouden met de omstandigheid dat door de wettelijke, statutaire of feitelijke inrichting van de vennootschap, of om andere redenen, de effectenhouder die 30% van de stemrechten verwerft geen beslissende of absolute zeggenschap kan uitoefenen. Rechten op aandelen en rechten op certificaten (converteerbare obligaties, opties, en dergelijke) spelen evenmin een rol bij het bepalen van de controle en het ontstaan van de biedplicht. Stemrechten van personen die in onderlinge overeenstemming handelen (acting in concert) worden toegerekend aan de leden van deze groep. Er ontstaat niet slechts een biedplicht bij het verwerven van directe controle, maar ook bij het verkrijgen van indirecte controle (chain principle). Degene die de controle verwerft doet hiervan onverwijld een openbare mededeling.

8. Vrijstelling van de biedplicht⁸

In bepaalde gevallen is een biedplicht onnodig of onredelijk. Daarom dient controleverwerving niet per definitie tot een verplicht bod te leiden. Gelet hierop bepleit ik het volgende systeem. Degene die de controle verwerft kan zich van de biedplicht bevrijden door zijn belang in de gratieperiode af te bouwen tot onder de biedgrens (gratieregeling). Daarnaast kunnen de onafhankelijke aandeelhouders van de doelvennootschap besluiten om de controlerend effectenhouder dispensatie van de biedplicht te verlenen (dispensatieregeling). Er ontstaat geen biedplicht voor de effectenhouder die op het moment van inwerkingtreding van de regeling reeds een controlerend belang houdt (overgangsregeling). Bij een beursnotering met behoud van controle is er geen sprake van controleverwerving en geldt er daarom evenmin een biedplicht. Voorts zijn van de biedplicht vrijgesteld de anti-overvalstichting en de persoon die de effecten houdt ten titel van beheer (bijvoorbeeld het AK). Verder geldt er een vrijstelling bij verkrijging van de controle door: een vrijwillig bod, het toekennen van stemrecht bij vestiging van pandrecht, een herstructurering binnen concernverband, een herstructurering van een noodlijdende vennootschap, handelen in overeenstemming met een bestaande controlerend effectenhouder, controleverwerving door een dochtervennootschap. In het geval meerdere effectenhouders gelijktijdig de controle verwerven, wordt slechts een bod uitgebracht door degene die over de meeste

7 Zie hoofdstuk 7.

8 Zie hoofdstuk 8.

stemrechten beschikt. Het vergroten, verkleinen of wijzigen van de samenstelling van het vrijgestelde controlerend belang, leidt er niet toe dat de vrijstelling vervalt en alsnog een verplicht bod moet worden uitgebracht.

9. Het bod⁹

In de door mij voorgestane verplicht bod-regeling wordt het bod binnen 30 dagen na controleverwerving uitgebracht. Het verbod van het rauwelijks bod en van het rauwelijks bekend maken van de prijs of ruilverhouding, alsmede de verplichting om het bestuur van de doelvennootschap uit te nodigen voor overleg, zoals die thans gelden bij het vrijwillig bod, zijn niet van toepassing bij het verplicht bod. De biedplicht rust op de controlerend effectenhouder. Het verplicht bod mag echter worden uitgebracht door een derde, bijvoorbeeld een dochtervennootschap, in welk geval de controlerend effectenhouder is gekwetten van zijn biedplicht.

Teneinde de resterende effectenhouders een daadwerkelijke uitstapmogelijkheid te bieden, voldoet het verplicht bod aan bepaalde minimeisen. Ik bepleit de volgende regeling. Allereerst verbindt de bieder geen opschortende of ontbindende voorwaarden aan het bod. Voorts wordt het bod gericht op alle aandelen en bewilligde certificaten van aandelen van de doelvennootschap. Een partieel verplicht bod is derhalve niet geoorloofd. Het bod behoeft geen betrekking te hebben op de aandelen en certificaten die ten tijde van het bod nog niet waren uitgegeven en op aandelen die worden gehouden door een anti-overvalstichting of een AK. Evenmin behoeft het bod te worden gericht op afgeleide instrumenten (converteerbare obligaties, call-opties, enzovoort).

De voor de aandelen of certificaten te bieden vergoeding is ten minste gelijk aan de hoogste prijs die door de controlerend effectenhouder, of door personen met wie hij in overeenstemming handelt, in de 12 maanden voor het moment van controleverwerving voor effecten van dezelfde soort is betaald of, indien deze hoger is, de gemiddelde beurskoers van de desbetreffende effecten in de bedoelde periode. De door de Richtlijn voorgeschreven hoogste prijs-regel acht ik onjuist en dient in het kader van de aangekondigde evaluatie van de Richtlijn te worden gewijzigd in een gemiddelde prijs-regel. Alsdan kan de Nederlandse hoogste prijs/gemiddelde beurskoers-regel worden gewijzigd in een gemiddelde prijs/gemiddelde beurskoers-regel. Voor aandelen of certificaten van een soort waarvoor de controlerend effectenhouder geen vergoeding heeft betaald en die evenmin ter beurse zijn genoteerd, wordt ten minste een redelijke vergoeding geboden. De voor de verschillende soorten aandelen en certificaten te bieden vergoedingen staan in een redelijke verhouding tot elkaar. Voor de vaststelling van de biedprijs wordt geen uitzondering gemaakt voor betaalde pakketvergoedingen. De AFM kan in bijzondere, in de wet vermelde omstandighe-

9 Zie hoofdstuk 9.

den, desgevraagd, maar ook op eigen initiatief, de wettelijke of statutaire minimum-vergoeding wijzigen. Bij de evaluatie van de Richtlijn dient aan de nationale toezichthouders de mogelijkheid te worden geboden om de minimumvergoeding ook te wijzigen in niet in de wet vermelde gevallen.

De vergoeding bestaat uit euro's dan wel uit aandelen of bewilligde certificaten daarvan (ruilbod). De aangeboden effecten zijn liquide van aard, genoteerd aan een bij Euronext aangesloten effectenbeurs en uitgegeven door de bieder of een groepsmaatschappij. Indien een derde de controle houdt in de vennootschap waarvan aandelen of certificaten worden aangeboden, biedt de bieder een keuze tussen aandelen of certificaten en contanten. Er wordt in ieder geval een vergoeding in euro's aangeboden, indien de controlerend effectenhouder, of personen met wie hij in overeenstemming handelt, in de periode vanaf 12 maanden vóór het verwerven van de controle tot gestanddoening van het bod, 5% of meer van de stemrechten of het geplaatst kapitaal van de doelvennootschap heeft verworven tegen een vergoeding in contanten.

Er is geen reden om degene die een verplicht bod uitbrengt te garanderen dat hij de beslissende of absolute zeggenschap verwerft. Het is derhalve ongewenst dat na gestanddoening van het verplicht bod de beschermingsconstructies van rechtswege vervallen dan wel dat het verplicht bod slechts gestand behoeft te worden gedaan indien de beschermingsconstructies zijn ontmanteld.

10. Toezicht¹⁰

Het toezicht op de naleving van de verplicht bod-regeling dient naar mijn oordeel als volgt te worden ingericht. De AFM wordt aangewezen als bevoegde toezichthouder. Haar toezichthoudende taak strekt zich uit over alle aspecten van de wettelijke verplicht bod-regeling. Daarnaast houdt de AFM toezicht op de naleving van de statutaire verplicht bod-regels van vennootschappen die onder het bereik van de wettelijke verplicht bod-regeling vallen. Het toezicht van de AFM laat onverlet de eigen verantwoordelijkheid van de marktpartijen tot naleving van de verplicht bod-regeling. De AFM controleert slechts en verleent geen expliciete goedkeuring of instemming aan gedragingen van de marktpartijen ('toezicht op afstand'). De bevoegdheden die de AFM thans ter beschikking staan bij vrijwillige biedingen, kan zij ook aanwenden inzake de verplicht bod-regeling. In aanvulling hierop krijgt de AFM de bevoegdheid om een declaratoire beschikking te geven over de uitleg van de verplicht bod-regeling. De bestuursrechtelijke, strafrechtelijke en civielrechtelijke sancties inzake het vrijwillig bod zijn onverkort van toepassing op het verplicht bod. Daarnaast kan de OK in een bijzondere procedure op verzoek van bepaalde belanghebbenden (waaronder de AFM) civielrechtelijke sancties opleggen. De versnelde rechtsgang voor

10 Zie hoofdstuk 10.

besluiten van de AFM inzake het vrijwillig bod, geldt eveneens voor besluiten betreffende de verplicht bod-regeling. Niet het CBB, maar de OK, wordt aangewezen als bevoegde rechter inzake besluiten van de AFM aangaande het verplicht bod.

Het probleem van de verschillende bevoegde toezichthouders in internationale verhoudingen is een gevolg van samenloop van verplicht bod-regelingen en zal voor een belangrijk deel worden opgelost door implementatie van de in de Richtlijn opgenomen verwijzingsregel.

1. Background and objectives of the study¹

In most EU Member States, as in many other countries (see No. 4 below), a holder of securities who has acquired control of a listed company is obliged to make a public bid for the remaining securities. Since the early nineties, the Netherlands has been actively engaged in discussions on whether a mandatory bid rule should be incorporated into Dutch law. On 30 January 2002 the Government issued a consultation document in which it put this question to the market. Reactions to the consultation document were mixed. Later that same year, on 2 October 2002, a new proposal for a Thirteenth EC Directive on takeover bids was published. In response to these developments, the Government advised the Lower House that it deemed it inopportune to introduce a mandatory bid rule at a time when such rule could soon become inconsistent with the Directive. On 21 April 2004, after more than thirty years of discussions and negotiations, the final text of the Directive was adopted. Pursuant to Article 5 and in conjunction with Article 21 paragraph 1 of the Directive, the Netherlands is obliged to introduce the mandatory bid rule no later than 20 May 2006 (see No. 3).

In this study I have examined the basis of the mandatory bid rule, the rationale behind it, whether it is desirable to introduce a mandatory bid rule into Dutch law, the minimum requirements set by the Directive for the mandatory bid rule, how other European countries (United Kingdom, Germany, France, Belgium, Italy, Spain and Switzerland) have regulated this issue, and the appropriate form and content of a Dutch mandatory bid rule. For each part of the mandatory bid rule, I propose a text for a statutory provision. Taken together, these proposals constitute a complete draft statutory regulation. The full text of the proposal is included immediately prior to the Dutch summary.

The study was completed on 1 June 2004.

2. The basis of the mandatory bid²

Aside from the obligation arising from the Directive, there are, in my view, three reasons why a mandatory bid rule should be introduced in the Netherlands. The first two

1 See chapter 1.

2 See chapter 2.

reasons also form the rationale for the mandatory bid rule as included in the Directive (No. 3) and in the legislation of the countries that form part of my study (No. 4).

Firstly, a mandatory bid ensures distribution of the control premium amongst all the securities holders. The control premium is an asset of the company, to which all securities holders are equally entitled. If, by selling their interest, a limited number of securities holders could procure that only they would receive the control premium, they would effectively be benefitting from assets of the other securities holders. The mandatory bid rule will ensure that the other shareholders receive the share of the control premium that they are entitled to.

Secondly, a mandatory bid rule should be introduced to protect the remaining securities holders against abuse of power by the controlling securities holder. Although it is true that the Netherlands has a varied set of regulations providing protection against abuse of power, it currently does not, and will never be able to, offer full protection. Such protection can only be achieved by giving securities holders the possibility of disposing of their interest in the company.

The third reason for the introduction of a mandatory bid rule is the competitive position of the Netherlands. Proper protection of equity providers reduces the cost of capital of Dutch companies thereby making them more competitive. In this respect, it is important to note that nearly all European countries have a mandatory bid rule (see No. 4).

These three reasons carry even more weight given the increased (market and legislative) pressure on anti-takeover measures. This pressure has made it harder for the management board of a target company to exact an offer for all securities and to provide protection against abuse of power. The mandatory bid rule can compensate for the loss of opportunity to take anti-takeover measures.

Most objections against introducing the mandatory bid rule can be overcome by making appropriate provisions. Financing problems of the bidder, for instance, may be avoided by providing that a mandatory bid can be made using liquid shares (No. 9). Furthermore, in some cases, an exemption can be granted, for example for already existing controlling interests or for rescue operations for distressed companies. Further, a provision could be included to the effect that the mandatory bid rule would not apply if the controlling interest were to be reduced below the bid threshold (No. 8).

In view of the foregoing, I agree with the introduction of a mandatory bid rule in the Netherlands. Furthermore, there as yet is no reason to argue that the mandatory bid rule should be cancelled at the announced assessment of the Directive in 2011. This could change, should the mandatory bid rule have unforeseen and undesired effects in practice.

3. Thirteenth EC Directive³

Pursuant to Article 5 of the Directive, the mandatory bid rule must meet the following minimum requirements. The obligation to launch a bid arises when control has been acquired in a company governed by the laws of a Member State, and securities of which have been admitted to trading on a regulated market within the EEA. The percentage of voting rights at which one acquires control of the bidder, is determined by the Member States. The mandatory bid extends to all securities which carry voting rights. The consideration must be equal to the highest price which has been paid by the bidder for relevant securities in the period commencing six to twelve months prior to the bid and ending at the end of the offer period. The consideration consists of cash and/or securities. If the offer is only made in securities, those securities should be liquid. The offeror must in any event offer a cash consideration if, in a certain period prior to the bid, the controlling securities holder acquired securities against payment in cash. No mandatory bid rule applies to securities holders who already have a controlling interest at the time the national mandatory bid rule comes into force. Also, no mandatory bid rule applies if control was acquired following a voluntary bid. Since the Directive sets minimum requirements, Member States are free to adopt additional conditions and more stringent requirements. They may also apply less stringent requirements, include general exemptions or ensure that the supervisory authority will have the power to grant exemptions on a case-by-case basis, provided that this does not affect the proportional distribution of the control premium or the protection offered against abuse of power. Member States must appoint an authority to supervise compliance with the mandatory bid rule.

4. Foreign mandatory bid rules⁴

Having no mandatory bid rule, the Netherlands occupies an exceptional position within the EU. Of the EU's 25 Member States, 20 have a mandatory bid rule. Besides the Netherlands, no mandatory bid rule is in force in Luxembourg, Greece, Cyprus and Malta. Unlike the Netherlands, however, these four countries have no stock market of any significance. The mandatory bid rule also exists outside of Europe, but to a lesser extent. The federal laws of the United States have no mandatory bid rule. Only a few lesser states have enacted regulations resembling the mandatory bid rule. Securities holders in the United States do, however, enjoy far-reaching protection through other legislation. Also, companies have a great deal of freedom in terms of anti-takeover measures which can prevent abuse of power by the controlling securities holder and enable the target company to require such securities holder to make a public bid for all its securities.

3 See chapter 3.

4 See chapter 4.

As they all share an almost identical underlying rationale, the mandatory bid rules in most countries are very alike (No. 2). This is particularly true for the United Kingdom, Germany and France, where a mandatory bid must be made when 30% (United Kingdom and Germany) or 33⅓% (France) of the voting rights (United Kingdom, Germany and France) or the share capital (France) has been acquired in a company which has its seat in the country concerned and securities of which are listed in that country (United Kingdom and France) or in the EEA (Germany). Exemptions may be granted in certain cases. The bid is made for all the shares. In the United Kingdom and France, the bid is also made for all rights to the shares (convertible bonds, options, etc.). The consideration is not less than the highest price paid by the offeror for the securities in the last twelve months. In Germany this period is three months, and the average stock exchange price is the absolute minimum price. The offer consists of cash and/or liquid shares. In the United Kingdom, a cash consideration must in any event be offered. All three countries have an independent body which is responsible for supervising compliance with the mandatory bid rules.

5. The mandatory bid under future Dutch law: preliminary questions and starting points⁵

In my opinion, the following starting points should be taken into account when establishing a mandatory bid rule. The core provisions of the mandatory bid rule are included in the Act on the Supervision of the Securities Trade 1995 [*Wet toezicht effectenverkeer 1995*], and further implemented in the Decree on the Supervision of the Securities Trade 1995 [*Besluit toezicht effectenverkeer 1995*]. The minimum requirements of the Directive (No. 3) have been observed. The existing rules applicable to a voluntary bid also apply to the mandatory bid.

The purpose of the mandatory bid rule (No. 2) should be used as a guideline. Thus, the mandatory bid rule should ensure that the control premium is distributed proportionally among the securities holders, that remaining securities holders are protected from abuse of power by the controlling securities holder and that the competitive position of Dutch companies is improved. In view of the last objective, the mandatory bid rule of major Member States such as the United Kingdom, Germany and France should, to the extent possible, be mirrored (No. 4).

As the principal reasons for introducing the mandatory bid rule stem from corporate law, while the obligation itself is linked to the membership of a company and applicable vis-à-vis the other securities holders, the mandatory bid rule qualifies as a corporate rule. This means, among other things, that the mandatory bid rule should be linked to the registered office of the target company, that it should not be extended

5 See chapter 5.

to target companies under foreign law, and that an obligation to make a bid can also be imposed on a foreign controlling securities holder.

Individual companies are allowed to deviate from the mandatory bid rule in their articles of association. This may only be done in such a way that the securities holders of the target company are offered additional protection. It is advisable that, at the coming evaluation of the Directive, Member States may potentially be allowed to include the possibility in national regulations that the articles of association may provide that the statutory mandatory bid rule be mitigated or even non-applicable. A company that deviates from the mandatory bid rule in its articles must give a reasoned explanation for doing this in its annual accounts. At least every four years, the general meeting of shareholders has to resolve whether or not the provisions derogating from the mandatory bid rule should remain in the articles of association.

An independent body (the Netherlands Authority for the Financial Markets, or AFM) is designated for supervision of compliance with the mandatory bid rule (No. 10).

6. Scope of application⁶

The mandatory bid rule, as envisaged, applies to public limited companies incorporated under Dutch law [*NV's, or naamloze vennootschappen*] and to European public limited companies that have their registered office in the Netherlands (Dutch 'Societas Europaeae', or SEs), shares or 'approved' depositary receipts (i.e. issued with the co-operation of the company) of which are admitted to trading on an approved stock exchange in the EEA. It is not desirable to extend the scope of the mandatory bid rule to non-listed companies.

Simultaneous applicability of mandatory bid rules from different countries is unlikely to occur. Nevertheless, it is sensible to introduce a conflict of law rule to the effect that the mandatory bid rule of the country where the target company has its registered office will be applicable. The Directive already contains such rule. However, it does not completely ensure that no overlap could occur. Firstly, both the system of incorporation and the system of the real seat are being used within the EEA. This is a general problem of international corporate law, which must be solved at the level of the Community legislator or before the European Court of Justice. Secondly, the Directive does not indicate which parts of the Directive should be deemed to form part of the mandatory bid rule. This problem must be solved within the framework of the coming assessment of the Directive.

6 See chapter 6.

7. Control⁷

The obligation to launch a bid should arise once control is acquired. In my proposal this requirement is further implemented as follows. Control is defined as the power to exercise 30% or more of the voting rights at the general meeting of shareholders, assuming that the approved depositary receipts carry voting rights. When determining whether a mandatory bid must be made, the fact that a securities holder who holds 30% or more of the voting rights may not necessarily have acquired actual control due to the company's structure – legally or in fact, through its articles of association or for any other reason – is disregarded. Rights to shares and rights to depositary receipts for shares (convertible bonds, options, etc.) are not relevant when determining whether or not someone has achieved control and whether or not they should therefore launch a mandatory bid. Voting rights of persons acting in concert are attributed to the members of this group. An obligation to launch a bid does not only arise when acquiring direct control, but also when acquiring indirect control (chain principle). The party acquiring the control must forthwith make a public announcement of this fact.

8. Exemption from the mandatory bid⁸

In certain cases it could be unnecessary or unreasonable to launch a mandatory bid. Therefore, obtaining control should not always result in an obligation to launch a bid. In view of the foregoing, I would favour the following system. The party acquiring control can release itself from the obligation to make a bid by reducing its interest below the bid threshold within the grace period. Further, the independent shareholders of the target company may resolve to exempt the controlling securities holder from the mandatory bid requirement (whitewash-procedure). The securities holder who already has a controlling interest at the time the rule comes into force will not be required to make a bid (transitional arrangement). If a company goes public and the existing controlling securities holder maintains control, no acquisition of control can be said to have occurred, so the mandatory bid rule should not apply. The anti-takeover foundation and the entity that holds securities for the purpose of administration, e.g. the trust office, are also exempt. Exemptions should moreover be applicable when control is acquired through a voluntary offer, the transfer of voting rights in connection with a right of pledge, a restructuring within the same group of companies, a restructuring of a company in distress, acting in concert with an existing controlling securities holder or the acquisition of control by a subsidiary. In the event that more than one securities holder acquires control simultaneously, only the party that has the most voting rights will be obliged to launch a bid. An increase, reduction

⁷ See chapter 7.

⁸ See chapter 8.

or alteration of the composition of a controlling interest which has been exempted will not result in a situation where a bid must be launched.

9. The bid⁹

As to the mandatory bid itself, I envisage the following rules. The bid must be made within 30 days after control is acquired. The prohibition on a bid being made without prior notice and on an announcement regarding the price or the exchange ratio being made without prior notice, as well as the obligation to invite the board of the target company for consultations, all of which currently apply to a voluntary bid, do not apply to the mandatory bid. The obligation to make the bid lies with the controlling securities holder. The mandatory bid may, however, be launched by a third party, e.g. a subsidiary of the controlling securities holder, in which case the controlling securities holder is relieved from his obligation to launch a bid.

To offer the remaining securities holders a real exit opportunity, the mandatory bid must satisfy certain minimum requirements. Firstly, the bidder may not attach any conditions precedent or subsequent to the bid. Also, the bid must be made for all the shares and the approved depositary receipts for shares in the target company. A partial bid is not allowed. The bid does not have to include any shares or depositary receipts thereof which had not been issued at the time of the bid, or shares held by an anti-takeover foundation or a trust office. Further, the bid does not have to be extended to derivatives (convertible bonds, call options, etc.).

The consideration offered for the shares or the depositary receipts for shares must at least be equal to the highest price paid by the controlling securities holder, or the persons with whom the controlling securities holder is acting in concert, for securities of the same class in the twelve months preceeding the moment control was acquired or, if this price is higher, the average stock exchange price of the securities concerned in such period. The rule of the highest price as contained in the Directive is, in my view, wrong and should, when the Directive is assessed, be changed to the rule of the average price. The Dutch rule of the highest price/average stock exchange price could then be changed into an average price/average stock exchange price rule. For shares, or depositary receipts for shares, of a class for which the controlling securities holder did not pay any consideration and which are also not listed on the stock exchange, a reasonable price must be offered. The considerations offered for the various classes of shares and depositary receipts for shares must be fairly balanced. When determining the offer price, no exception shall be made for any package compensation paid. The AFM may, in certain special circumstances listed in the regulation, at the request of a party or on its own initiative, change the minimum consideration set by law or the articles of association. When evaluating the Directive,

9 See chapter 9

national supervisory authorities should also be given the ability to change the minimum consideration payable in situations that are not included in the regulation.

The consideration consists of euros or shares or approved depositary receipts for shares (exchange offer). The securities offered must be liquid, listed on a stock exchange affiliated with Euronext and issued by the bidder or a group company. If a third party controls the company of which the shares or depositary receipt for shares are being offered, the bidder must offer a choice between either shares (or depositary receipts for shares) or cash. The consideration must, in any event, be in euros if in the period starting 12 months prior to the moment of acquiring control and ending when the bid is closed, the controlling securities holder or parties with whom he is acting in concert has acquired 5% or more of the voting rights of the issued capital of the target company against payment in cash.

There is no reason to guarantee to the party that makes a mandatory bid that it will acquire effective or absolute control. It would therefore be undesirable for anti-take-over measures to lapse by operation of law after the mandatory bid is honoured, or for the mandatory bid to only have to be honoured if those measures were lifted.

10. Supervision¹⁰

In my view, the supervision of compliance with the mandatory bid rules should be regulated as follows. The AFM must be designated as the competent supervising authority. Its supervising tasks should cover all aspects of the statutory mandatory bid rule. In addition, the AFM should supervise compliance with the mandatory bid rules included in the articles of association of companies that fall under the scope of the statutory mandatory bid rule. The supervision by AFM would have no effect on the responsibility of the market parties themselves to comply with the mandatory bid rule. The AFM only performs checks and does not grant explicit approval or consent for the behaviour of market parties ('supervision from a distance'). The powers that the AFM currently has in respect of voluntary offers could be used for mandatory bids. In addition, it should also be vested with the power to issue declaratory judgments on the interpretation of the mandatory bid rule. The sanctions available under administrative law, criminal law or civil law with respect to the voluntary bid should also apply to the mandatory bid. In addition, the Enterprise Chamber of the Court of Appeal may, at the request of certain interested parties (including the AFM), impose civil sanctions in special proceedings. The accelerated judicial process for decisions of the AFM with respect to the voluntary bid would also apply to decisions on the mandatory bid. The Enterprise Chamber (and not the Trade and Industry Appeals

¹⁰ See chapter 10.

1.1. — f — 14' 1 — 41

BIJLAGE

**RICHTLIJN 2004/25/EG
VAN HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD***

van 21 april 2004

betreffende het openbaar overnamebod

(Voor de EER relevante tekst)

HET EUROPEES PARLEMENT EN DE RAAD VAN DE EUROPESE UNIE,

Gelet op het Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap, en met name op artikel 44, lid 1,

Gezien het voorstel van de Commissie¹,

Gezien het advies van het Europees Economisch en Sociaal Comité²,

Handelend volgens de procedure van artikel 251 van het Verdrag³,

Overwegende hetgeen volgt

- (1) Overeenkomstig artikel 44, lid 2, onder g), van het Verdrag dienen de waarborgen te worden gecoördineerd welke in de lidstaten worden verlangd van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen waarvan de effecten in een lidstaat tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten om de belangen te beschermen zowel van deelnemers in die vennootschappen als van derden, teneinde die waarborgen in de gehele Gemeenschap gelijkwaardig te maken
- (2) Het is noodzakelijk de belangen van de houders van effecten van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen te beschermen wanneer deze vennootschappen met een openbaar overnamebod of een wijziging van de zeggenschap te maken krijgen en ten minste een deel van hun effecten tot de handel op een gereguleerde markt in een lidstaat is toegelaten

* Bron PbEG 2004, L 142/12

1 PB C 45 E van 25 2 2003, blz 1

2 PB C 208 van 3 9 2003, blz 55

3 Advies van het Europees Parlement van 16 december 2003 (nog niet bekendgemaakt in het Publicatieblad) en besluit van de Raad van 30 maart 2004

- (3) Het is noodzakelijk om in de gehele Gemeenschap duidelijkheid en transparantie te creëren met betrekking tot juridische kwesties die in het geval van een openbaar overnamebod moeten worden geregeld en om te voorkomen dat de herstructurering van ondernemingen in de Gemeenschap wordt verstoord door willekeurige verschillen in bestuurs- en managementcultuur
- (4) Gezien de taken van algemeen belang die door de centrale banken van de lidstaten worden vervuld, lijkt het ondenkbaar dat zij het doelwit van een openbaar overnamebod zullen worden. Aangezien de effecten van sommige van deze centrale banken om historische redenen worden genoteerd op een gereguleerde markt van een lidstaat is het noodzakelijk ze expliciet van het toepassingsgebied van deze richtlijn uit te zonderen
- (5) Elke lidstaat dient één of meer autoriteiten aan te wijzen die belast zijn met het toezicht op de onder deze richtlijn vallende aspecten van het bod en die ervoor zorgen dat de partijen bij openbare overnamebiedingen de overeenkomstig deze richtlijn vastgestelde voorschriften naleven. Al deze autoriteiten moeten onderling samenwerken
- (6) Om doeltreffend te zijn, moeten de overnamevoorschriften flexibel zijn en geschikt zijn voor toepassing op gewijzigde omstandigheden wanneer die zich voordoen, zij dienen daartoe ruimte voor uitzonderingen en afwijkingen te bieden. De toezichthoudende autoriteiten dienen evenwel bij de toepassing van vastgestelde voorschriften en uitzonderingen of bij het toestaan van afwijkingen bepaalde algemene beginselen in acht te nemen
- (7) Het toezicht moet kunnen worden uitgeoefend door instanties voor zelfregulering
- (8) Overeenkomstig de algemene beginselen van het Gemeenschapsrecht, en meer in het bijzonder het recht op een eerlijke procesgang, moeten de besluiten van een toezichthoudende autoriteit in passende omstandigheden vatbaar zijn voor toetsing door een onafhankelijke rechterlijke instantie. Het verdient echter aanbeveling het aan de lidstaten over te laten om te bepalen of moet worden voorzien in rechten waarop een beroep kan worden gedaan in het kader van een administratieve of gerechtelijke procedure tegen een toezichthoudende autoriteit of tussen de partijen bij een bod
- (9) De lidstaten dienen het nodige te doen ter bescherming van houders van effecten, inzonderheid die met een minderheidsbelang, nadat de zeggenschap over hun vennootschap is gewijzigd. De lidstaten dienen die bescherming te waarborgen door degene die de zeggenschap over een vennootschap heeft verkregen, ertoe te verplichten een tot alle houders van de effecten van die vennootschap

gericht bod te doen om al hun effecten te verwerven voor een billijke prijs, welke in een gemeenschappelijke definitie is omschreven. De lidstaten moeten in andere instrumenten ter bescherming van de belangen van de houders van effecten kunnen voorzien, zoals de verplichting om een partieel bod uit te brengen wanneer de bieder niet de zeggenschap over de vennootschap verkrijgt of de verplichting om tegelijk met de verkrijging van de zeggenschap over de vennootschap een bod uit te brengen.

- (10) De verplichting om een bod tot alle houders van effecten te richten, mag niet gelden voor zeggenschapsdeelnemingen die reeds bestaan op het tijdstip van inwerkingtreding van de nationale wetgeving tot uitvoering van deze richtlijn.
- (11) De verplichting tot het uitbrengen van een bod geldt niet bij verwerving van effecten waaraan geen stemrecht in gewone algemene vergaderingen van aandeelhouders verbonden is. De lidstaten moeten evenwel kunnen bepalen dat de verplichting om een bod tot alle houders van effecten te richten, niet alleen betrekking heeft op effecten waaraan stemrechten verbonden zijn, maar ook op effecten waaraan alleen onder specifieke omstandigheden stemrechten verbonden zijn of waaraan geen stemrechten verbonden zijn.
- (12) Teneinde de mogelijkheid tot handel met voorkennis te beperken, dienen bidders ertoe te worden verplicht hun besluit om een bod uit te brengen, zo spoedig mogelijk aan te kondigen en de toezichhoudende autoriteit van het bod in kennis te stellen.
- (13) De houders van effecten dienen door middel van een biedingsbericht naar behoren te worden ingelicht omtrent de voorwaarden van het bod. De vertegenwoordigers van de werknemers van de doelvennootschap of, bij ontstentenis van vertegenwoordigers, de werknemers rechtstreeks, dienen eveneens afdoende te worden ingelicht.
- (14) De termijn voor de aanvaarding van het bod dient te worden geregeld.
- (15) Teneinde hun taken naar behoren te kunnen vervullen, moeten de toezichthoudende autoriteiten te allen tijde van de partijen bij het bod kunnen verlangen dat deze inlichtingen over zichzelf verschaffen, op efficiënte en doeltreffende wijze meewerken en onverwijld inlichtingen verstrekken aan andere autoriteiten die toezicht houden op de kapitaalmarkten.
- (16) Ter vermijding van handelingen die het bod kunnen dwarsbomen, is het nodig de bevoegdheid van het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap tot het verrichten van handelingen met een uitzonderlijk karakter te

beperken zonder de doelvennootschap nodeloos te hinderen in de uitoefening van haar normale werkzaamheden.

- (17) Het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap dient ertoe te worden verplicht een document openbaar te maken waarin het zijn met redenen omkleed standpunt ten aanzien van het bod uiteenzet en onder meer zijn oordeel geeft over de gevolgen van het bod voor alle belangen van de vennootschap, en met name voor de werkgelegenheid.
- (18) Teneinde de doeltreffendheid van de bestaande bepalingen op het gebied van de vrije verhandeling van effecten van de onder deze richtlijn vallende vennootschappen en van de vrije uitoefening van het stemrecht te versterken, is het van belang dat de door deze vennootschappen opgezette beschermingsconstructies transparant zijn en op gezette tijden, beschreven in een verslag, aan de algemene vergadering van aandeelhouders worden voorgelegd.
- (19) De lidstaten dienen het nodige te doen om elke bidder de mogelijkheid te geven een meerderheidsbelang in andere vennootschappen te verwerven en zijn zeggenschap volledig uit te oefenen. Hiertoe moeten beperkingen op de overdracht van effecten, beperkingen op stemrechten, speciale benoemingsrechten en meervoudige stemrechten buiten werking worden gesteld of opgeschort gedurende de periode voor de aanvaarding van het bod en wanneer de algemene vergadering van aandeelhouders een besluit neemt over beschermingsmaatregelen of over wijzigingen van de statuten, dan wel over het ontslag of de benoeming van leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan op de eerste algemene vergadering van aandeelhouders na sluiting van het bod. Wanneer de houders van effecten als gevolg van het buiten werking stellen van rechten een verlies lijden, dan moet voorzien worden in een billijke vergoeding overeenkomstig de door de lidstaten vastgestelde technische regelingen.
- (20) Alle bijzondere rechten die de lidstaten in vennootschappen hebben, moeten worden beschouwd in het kader van het vrije verkeer van kapitaal en de desbetreffende bepalingen van het Verdrag. Bijzondere door de lidstaten gehouden rechten in vennootschappen waarin het nationale privaats- of publiek recht voorziet, moeten, als ze verenigbaar zijn met het Verdrag, van de „doorbraakregeling” worden uitgezonderd.
- (21) Rekening houdend met de bestaande verschillen in de mechanismen en structuren van het vennootschapsrecht van de lidstaten, moet het de lidstaten vrij staan om op hun grondgebied gevestigde vennootschappen niet te verplichten de bepalingen van deze richtlijn toe te passen waardoor de bevoegdheden van het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap gedurende de periode voor aanvaarding van een bod worden beperkt en de bepalingen waar-

door de in de statuten of in bijzondere overeenkomsten vastgelegde belemmeringen ongedaan worden gemaakt. In dat geval dienen de lidstaten de op hun grondgebied zetelende vennootschappen ten minste de optie te geven, waarop kan worden teruggekomen om deze bepalingen toe te passen. Onverminderd de internationale overeenkomsten waarbij de Europese Gemeenschap partij is, dient aan de lidstaten te worden toegestaan vennootschappen, die de bedoelde bepalingen toepassen op grond van deze keuzemogelijkheid, niet tot toepassing te verplichten wanneer zij het voorwerp worden van een overnamebod dat wordt gedaan door vennootschappen die dezelfde bepalingen niet toepassen als gevolg van het gebruik van deze keuzemogelijkheid.

- (22) De lidstaten dienen voorschriften vast te stellen ten aanzien van het vervallen van het bod, het recht van de bieder om zijn bod te herzien, de mogelijkheid tot concurrerende biedingen op de effecten van een vennootschap, de openbaarmaking van het resultaat van het bod, de onherroepelijkheid van het bod en de toegestane voorwaarden.
- (23) De informatie en raadpleging van de vertegenwoordigers van de werknemers van de biedende vennootschap en de doelvennootschap moeten worden geregeld bij de toepasselijke nationale bepalingen, inzonderheid die welke zijn vastgesteld op grond van Richtlijn 94/45/EG van de Raad van 22 september 1994 inzake de instelling van een Europese ondernemingsraad of van een procedure in ondernemingen of concerns met een communautaire dimensie ter informatie en raadpleging van de werknemers⁴, Richtlijn 98/59/EG van de Raad van 20 juli 1998 betreffende de aanpassing van de wetgevingen van de lidstaten inzake collectief ontslag⁵, Richtlijn 2001/86/EG van de Raad van 8 oktober 2001 tot aanvulling van het statuut van de Europese vennootschap met betrekking tot de rol van werknemers⁶ en Richtlijn 2002/14/EG van het Europees Parlement en de Raad van 11 maart 2002 tot vaststelling van een algemeen kader betreffende de informatie en de raadpleging van de werknemers in de Europese Gemeenschap – Gezamenlijk verklaring van het Europees Parlement, de Raad en de Commissie over de vertegenwoordiging van de werknemers⁷. De werknemers van de betrokken vennootschappen of hun vertegenwoordigers moet echter de gelegenheid worden geboden een eigen advies uit te brengen over de mogelijke gevolgen van het bod voor de werkgelegenheid. Onverminderd de bepalingen van Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari

4 PB L 254 van 30 9 1994, blz. 64. Richtlijn gewijzigd bij Richtlijn 97/74/EG (PB L 10 van 16 1 1998, blz. 22).

5 PB L 225 van 12 8 1998, blz. 16.

6 PB L 294 van 10 11 2001, blz. 22.

7 PB L 80 van 27 3 2003, blz. 29.

2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmisbruik)⁸, kunnen de lidstaten te allen tijde overgaan tot toepassing of invoering van nationale bepalingen inzake de voorlichting en raadpleging van vertegenwoordigers van werknemers van de biedende vennootschap vóór het uitbrengen van een bod.

- (24) De lidstaten dienen het nodige te doen om eenieder die na het uitbrengen van een openbaar overnamebod een bepaald percentage van het kapitaal van een vennootschap heeft verworven waaraan stemrechten zijn verbonden in staat te stellen de houders van de resterende effecten te verplichten hem hun effecten te verkopen. Evenzo dienen in gevallen waarin eenieder na een overnamebod een bepaald percentage van het kapitaal van een vennootschap heeft verworven waaraan stemrechten zijn verbonden, de houders van de resterende effecten de mogelijkheid te hebben deieder ertoe te verplichten hun effecten te kopen. Deze uitstotings- en verkoopprocedures zijn alleen van toepassing in specifieke omstandigheden die verband houden met een overnamebod. De lidstaten kunnen nationale regelingen blijven toepassen op uitstotings- en verkoopprocedures in andere omstandigheden.
- (25) Aangezien de doelstellingen van het overwogen optreden (het vaststellen van minimumrichtsnoeren voor de afwikkeling van openbare overnamebiedingen en het waarborgen van een afdoend beschermingspeil voor houders van effecten in de gehele Gemeenschap) niet voldoende door de lidstaten kunnen worden verwezenlijkt, gezien de noodzaak van transparantie en rechtszekerheid bij grensoverschrijdende overnames of verkrijging van zeggenschap en derhalve, vanwege de omvang en de gevolgen van het optreden, beter door de Gemeenschap kunnen worden verwezenlijkt, kan de Gemeenschap overeenkomstig het in artikel 5 van het Verdrag neergelegde subsidiariteitsbeginsel, maatregelen nemen. Overeenkomstig het in hetzelfde artikel neergelegde evenredigheidsbeginsel gaat deze richtlijn niet verder dan hetgeen noodzakelijk is om deze doelstellingen te verwezenlijken.
- (26) De vaststelling van een richtlijn is de geschikte procedure om een kader tot stand te brengen dat bestaat uit bepaalde gemeenschappelijke beginselen en een beperkt aantal algemene vereisten waaraan de lidstaten uitvoering moeten geven via meer gedetailleerde voorschriften die met hun nationale rechtsstelsel en hun culturele achtergrond in overeenstemming zijn.
- (27) De lidstaten dienen evenwel sancties vast te stellen die in geval van overtreding van de ter uitvoering van deze richtlijn aangenomen nationale bepalingen kunnen worden toegepast.

8 PB L 96 van 12.4.2003, blz. 16.

- (28) Technische richtsnoeren en uitvoeringsmaatregelen voor de in deze richtlijn opgenomen voorschriften kunnen van tijd tot tijd noodzakelijk zijn om rekening te houden met nieuwe ontwikkelingen op de financiële markten. Voor zekere bepalingen moet de Commissie dienovereenkomstig de bevoegdheid krijgen voor de vaststelling van uitvoeringsmaatregelen, mits deze geen wijziging inhouden van de essentiële elementen van deze richtlijn en de Commissie handelt overeenkomstig de in deze richtlijn uiteengezette beginselen, na raadpleging van het Europees Comité voor het effectenbedrijf dat is ingesteld bij Besluit 2001/528/EG van de Commissie⁹. De voor de uitvoering van deze richtlijn vereiste maatregelen worden vastgesteld overeenkomstig Besluit 1999/468/EG van de Raad van 28 juni 1999 tot vaststelling van de voorwaarden voor de uitoefening van de aan de Commissie verleende uitvoeringsbevoegdheden¹⁰ en met inachtneming van de verklaring betreffende de uitvoering van de wetgeving inzake financiële diensten die de Commissie op 5 februari 2002 in het Europees Parlement heeft afgelegd. Ten aanzien van de andere bepalingen is het van belang een contactcomité toe te vertrouwen de taak om de lidstaten en de toezichthoudende autoriteiten bij te staan bij de uitvoering van deze richtlijn en de Commissie zo nodig te adviseren over aanvullingen of wijzigingen van deze richtlijn. Daarbij kan het contactcomité gebruikmaken van de informatie die de lidstaten op basis van deze richtlijn verstrekken met betrekking tot openbare overnamebiedingen die op hun gereglementeerde markten hebben plaatsgevonden.
- (29) De Commissie dient de overgang naar een eerlijke en evenwichtige harmonisatie van de regels voor overnamen in de Europese Unie te vergemakkelijken. Daartoe dient de Commissie in staat te zijn voorstellen in te dienen voor een tijdige herziening van deze richtlijn.

HEBBER DE VOLGENDE RICHTLIJN VASTGESTELD

Artikel 1. Toepassingsgebied

- 1 Deze richtlijn schrijft maatregelen voor tot coördinatie van de wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen, gedragscodes of andere regelingen van de lidstaten, met inbegrip van regelingen die zijn vastgesteld door organisaties die officieel gemachtigd zijn om de markten te reguleren (hierna „voorschriften” te noemen), betreffende openbare overnamebiedingen op effecten van onder het recht van een lidstaat vallende vennootschappen, wanneer alle of een deel van deze effecten in één of meer lidstaten zijn toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt.

⁹ PB L 191 van 13.7.2001, blz. 45. Besluit gewijzigd bij Besluit 2004/8/EG (PB L 3 van 7.1.2004, blz. 33).

¹⁰ PB L 184 van 17.7.1999, blz. 23.

in de zin van Richtlijn 93/22/EEG¹¹ (hierna „gereguleerde markt” te noemen).

2. Deze richtlijn is niet van toepassing op openbare overnamebiedingen op effecten die zijn uitgegeven door vennootschappen die tot doel hebben uit het publiek aangetrokken kapitaal collectief te beleggen volgens het beginsel van risicospreiding, en waarvan deelnemingsrechten op verzoek van de houders ten laste van de activa van deze vennootschappen direct of indirect worden ingekocht of terugbetaald. Met dergelijke inkopen of terugbetalingen wordt gelijkgesteld, ieder handelen van een dergelijke vennootschap om te voorkomen dat de waarde van haar deelnemingsrechten ter beurze aanzienlijk afwijkt van de intrinsieke waarde.
3. Deze richtlijn is niet van toepassing op openbare overnamebiedingen op effecten die zijn uitgegeven door de centrale banken van de lidstaten.

Artikel 2. Definities

1. In deze richtlijn wordt verstaan onder:
 - a) „openbaar overnamebod” of „bod”: een openbaar aanbod (dat niet uitgaat van de doelvennootschap zelf) aan de houders van effecten van een vennootschap om al die effecten of een deel daarvan te verwerven, ongeacht of het aanbod verplicht dan wel vrijwillig is, mits het volgt op of strekt tot het verkrijgen van zeggenschap over de doelvennootschap overeenkomstig het nationaal recht;
 - b) „doelvennootschap”: de vennootschap op de effecten waarvan een bod wordt uitgebracht;
 - c) „bieder”: iedere natuurlijke persoon of rechtspersoon, beheerst door publiekrecht dan wel privaatrecht die een bod uitbrengt;
 - d) „in onderling overleg met ... handelende personen”: natuurlijke of rechtspersonen die met de bieder of met de doelvennootschap samenwerken op grond van een uitdrukkelijke of stilzwijgende, mondelinge of schriftelijke overeenkomst die ertoe strekt de zeggenschap over de doelvennootschap te verkrijgen of het welslagen van het bod te dwarsbomen;
 - e) „effecten”: overdraagbare effecten waaraan stemrechten in een vennootschap verbonden zijn;
 - f) „partijen bij een bod”: de bieder, de leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan van de bieder indien de bieder een vennootschap is, de doelvennootschap, de houders van effecten van de doelvennootschap, de leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap, en de personen die in onderling overleg met voornoemde partijen handelen;
 - g) „effecten met meervoudig stemrecht”: effecten die tot een onderscheiden, afzonderlijke soort behoren en waaraan meer dan één stem is verbonden.

¹¹ Richtlijn 93/22/EEG van de Raad van 10 mei 1993 betreffende het verrichten van diensten op het gebied van beleggingen in effecten (PB L 141 van 11.6.1993, blz. 27). Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2002/87/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 35 van 11.2.2003, blz. 1).

2. Voor de toepassing van lid 1, onder d), worden personen over wie een andere persoon de zeggenschap heeft in de zin van artikel 87 van Richtlijn 2001/34/EG¹² beschouwd als met die andere persoon en met elkaar in onderling overleg handelende personen.

Artikel 3. Algemene beginselen

1. Voor de toepassing van deze richtlijn dragen de lidstaten er zorg voor dat aan de volgende beginselen wordt voldaan:
 - a) alle houders van effecten van een doelvennootschap van dezelfde soort moeten op gelijkwaardige wijze worden behandeld; bovendien dienen, indien een persoon de zeggenschap over een vennootschap verkrijgt, de overige houders van effecten te worden beschermd;
 - b) de houders van effecten van een doelvennootschap moeten over voldoende tijd en inlichtingen beschikken om met kennis van zaken over het bod te kunnen beslissen; het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap moet in zijn advies aan de houders van effecten zijn visie geven op de gevolgen van de uitvoering van het bod voor de werkgelegenheid, de arbeidsvoorwaarden en de vestigingsplaatsen van de vennootschap;
 - c) het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap dient te handelen in het belang van de vennootschap als geheel en mag de houders van effecten niet de mogelijkheid ontzeggen om over de merites van het bod te beslissen;
 - d) er mogen geen oneigenlijke markten ontstaan in effecten van de doelvennootschap, de biedende vennootschap of enige andere bij het bod betrokken vennootschap, waardoor de prijzen van de effecten kunstmatig zouden stijgen of dalen en de normale werking van de markten zou worden verstoord;
 - e) eenieder mag zijn bod pas aankondigen nadat hij ervoor heeft gezorgd dat hij een tegenprestatie in geld, indien deze wordt aangeboden, kan opbrengen en indien hij alle redelijke maatregelen heeft getroffen om elke andere vorm van vergoeding te kunnen verstrekken;
 - f) de doelvennootschap mag niet langer dan redelijk is in haar werkzaamheden worden gehinderd door een bod op haar effecten.
2. Teneinde de naleving van de in lid 1 neergelegde beginselen te waarborgen:
 - a) zien de lidstaten erop toe dat wordt voldaan aan de in deze richtlijn opgenomen minimumvereisten;
 - b) kunnen de lidstaten aanvullende voorwaarden en strengere voorschriften vaststellen dan die welke bij deze richtlijn met betrekking tot biedingen zijn vereist.

¹² Richtlijn 2001/34/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 mei 2001 betreffende de toelating van effecten tot officiële notering aan een effectenbeurs en de informatie die over deze effecten moet worden gepubliceerd (PB L 184 van 6.7.2001, blz. 1). Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2003/71/EG (PB L 345 van 31.12.2003, blz. 64).

Artikel 4. Toezichthoudende autoriteit en toepasselijk recht

1. De lidstaten wijzen de autoriteit of autoriteiten aan die belast zijn met het toezicht op een bod dat onder de krachtens deze richtlijn vastgestelde of ingevoerde voorschriften valt. De aan te wijzen autoriteiten zijn ofwel overheidsinstanties, ofwel verenigingen of private lichamen die zijn erkend bij de nationale wetgeving dan wel door overheidsinstanties die bij het nationale recht uitdrukkelijk voor dat doel zijn gemachtigd. De lidstaten stellen de Commissie van deze aanwijzing in kennis met vermelding van de eventuele taakverdeling. De lidstaten dragen er zorg voor dat deze autoriteiten hun taken onpartijdig en onafhankelijk van alle partijen bij het bod uitoefenen.
2. a) De toezichthoudende autoriteit die ten aanzien van een bod bevoegd is, is de autoriteit van de lidstaat waar de doelvennootschap haar statutaire zetel heeft, indien de effecten van die vennootschap tot de handel op een gereglementeerde markt in die lidstaat zijn toegelaten.
b) Zijn de effecten van de doelvennootschap niet toegelaten tot de handel op een gereglementeerde markt in de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft, dan is de ten aanzien van het bod bevoegde toezichthoudende autoriteit die van de lidstaat waar de effecten wel tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten.
Zijn de effecten van de doelvennootschap in meer dan een lidstaat tot de handel op een gereglementeerde markt toegelaten, dan is de bevoegde toezichthoudende autoriteit die van de lidstaat waar de effecten voor de eerste maal tot de handel op een gereglementeerde markt werden toegelaten.
c) Zijn de effecten van de doelvennootschap in meer dan één lidstaat tegelijk voor de eerste maal tot de handel op een gereglementeerde markt toegelaten, dan bepaalt de doelvennootschap welke toezichthoudende autoriteit van deze lidstaten ten aanzien van het bod bevoegd is door die gereglementeerde markten en de desbetreffende toezichthoudende autoriteiten op de eerste handelsdag in kennis te stellen van haar keuze.
Indien de effecten van de doelvennootschap op de in artikel 21, lid 1, vermelde datum reeds in meer dan één lidstaat tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten, en die toelatingen gelijktijdig zijn verkregen, komen de toezichthoudende autoriteiten van die lidstaten binnen vier weken na de in artikel 21, lid 1, vermelde datum overeen welke toezichthoudende autoriteit ten aanzien van het bod bevoegd is. Bij gebreke van een besluit van de toezichthoudende autoriteiten wijst de doelvennootschap de bevoegde toezichthoudende autoriteit aan op de eerste handelsdag volgend op het verstrijken van die periode van vier weken.
d) De lidstaten dragen er zorg voor dat de onder c) bedoelde besluiten openbaar worden gemaakt.
e) In de onder b) en c) bedoelde gevallen worden aangelegenheden in verband met de geboden vergoeding, in het bijzonder de prijs, alsmede aangelegenheden in verband met de biedingsprocedure, in het bijzonder informatie over het besluit

van de bieder om een bod uit te brengen, de inhoud van het biedingsbericht en de openbaarmaking van het bod, behandeld volgens de voorschriften van de lidstaat van de bevoegde toezichthoudende autoriteit. Voor aangelegenheden in verband met de informatieverstrekking aan de werknemers van de doelvennootschap en aangelegenheden in verband met het vennootschapsrecht, in het bijzonder het percentage van de stemrechten waarmee zeggenschap wordt verkregen en eventuele afwijkingen van de biedplicht, alsmede de voorwaarden waaronder het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap handelingen mag verrichten die het bod zouden kunnen dwarsbomen, zijn de toepasselijke voorschriften die van de lidstaat waar de doelvennootschap haar statutaire zetel heeft en is de toezichthoudende autoriteit van deze lidstaat bevoegd.

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat alle personen die bij hun toezichthoudende autoriteiten werkzaam zijn of zijn geweest, gebonden zijn door het beroepsgeheim. Onder het beroepsgeheim vallende gegevens mogen aan geen enkele persoon of autoriteit worden verstrekt, tenzij zulks geschiedt op grond van wettelijke bepalingen.
4. De toezichthoudende autoriteiten van de lidstaten in de zin van deze richtlijn en de andere autoriteiten die toezicht houden op kapitaalmarkten, in het bijzonder overeenkomstig Richtlijn 93/22/EEG, Richtlijn 2001/34/EG, Richtlijn 2003/6/EG en Richtlijn 2003/71/EG van het Europees Parlement en de Raad van 4 november 2003 betreffende het prospectus dat gepubliceerd moet worden wanneer effecten aan het publiek worden aangeboden of tot de handel worden toegelaten, werken samen en wisselen gegevens uit telkens wanneer dat voor de toepassing van de overeenkomstig deze richtlijn vastgestelde voorschriften noodzakelijk is, en met name in de in lid 2, onder b), c) en e), bedoelde gevallen. Aldus uitgewisselde gegevens vallen onder de geheimhoudingsplicht waaraan eenieder gehouden is die werkzaam is of is geweest bij de toezichthoudende autoriteiten die de gegevens ontvangen. De samenwerking omvat de bevoegdheid om juridische documenten die nodig zijn voor de tenuitvoerlegging van maatregelen van bevoegde toezichthoudende autoriteiten met betrekking tot biedingen, officieel te doen toekomen, alsmede andere bijstand waarom de betrokken toezichthoudende autoriteiten redelijkerwijs kunnen verzoeken ten behoeve van een onderzoek naar werkelijke of vermeende inbreuken op de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde of ingevoerde voorschriften.
5. De toezichthoudende autoriteiten beschikken over alle bevoegdheden die nodig zijn voor de uitoefening van hun taken, waartoe met name behoort de taak er zorg voor te dragen dat de partijen bij het bod de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde voorschriften naleven.

Met inachtneming van de in artikel 3, lid 1, omschreven algemene beginselen kunnen de lidstaten in de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde of ingevoerde voorschriften voorzien in afwijkingen van die voorschriften:

- i) door dergelijke afwijkingen in hun nationale voorschriften op te nemen om rekening te houden met omstandigheden die op nationaal niveau worden vastgesteld,
en/of
 - ii) door hun toezichthoudende autoriteiten, op hun bevoegdheidsterreinen de bevoegdheid verlenen om van die nationale voorschriften af te wijken, teneinde rekening te houden met de in punt i) bedoelde omstandigheden of met andere specifieke omstandigheden, waarbij in het laatste geval een met redenen omkleed besluit moet worden vereist.
6. Deze richtlijn laat de bevoegdheid van de lidstaten onverlet om rechterlijke of andere instanties aan te wijzen die tot taak hebben geschillen te beslechten en uitspraak te doen over onregelmatigheden die zich in een biedingsprocedure hebben voorgedaan; zij laat ook de bevoegdheid van de lidstaten onverlet om te bepalen of en onder welke omstandigheden partijen bij een bod het recht hebben om een administratieve of gerechtelijke vordering in te stellen. Met name laat deze richtlijn de bevoegdheid van de rechterlijke instanties van een lidstaat onverlet om een vordering niet ontvankelijk te verklaren en om zich uit te spreken over de vraag of een dergelijke vordering gevolgen heeft voor het resultaat van het bod. Deze richtlijn laat tevens de bevoegdheid van de lidstaten onverlet om rechtsregels vast te stellen met betrekking tot de aansprakelijkheid van de toezichthoudende autoriteiten of de beslechting van geschillen tussen de partijen bij een bod.

Artikel 5. Bescherming van minderheidsaandeelhouders, verplicht bod en billijke prijs

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat een natuurlijke of rechtspersoon die, ten gevolge van eigen verwerving of verwerving door in onderling overleg met hem handelende personen, effecten van een vennootschap als bedoeld in artikel 1, lid 1, in zijn bezit krijgt welke – in voorkomend geval samen met de effecten die hij reeds bezit en de effecten die in het bezit zijn van in onderling overleg met hem handelende personen –, rechtstreeks of middellijk een bepaald percentage van de stemrechten in de vennootschap vertegenwoordigen waarmee de zeggenschap over de vennootschap wordt verkregen, verplicht is een bod uit te brengen ter bescherming van de minderheidsaandeelhouders van de vennootschap. Dat bod wordt zo spoedig mogelijk gedaan aan alle houders van effecten, voor al hun effecten en tegen de in lid 4 bepaalde billijke prijs.
2. De bij lid 1 ingestelde biedplicht is niet langer van toepassing wanneer de zeggenschap is verkregen als gevolg van een overeenkomstig deze richtlijn uitgebracht vrijwillig bod dat tot alle houders van effecten was gericht en op al hun effecten betrekking had.
3. Het in lid 1 bedoelde percentage van de stemrechten waarmee de zeggenschap wordt verkregen en de methode voor de berekening ervan, worden vastgesteld overeenkomstig de voorschriften van de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft.

4. De hoogste prijs die tijdens een door de lidstaten te bepalen periode van niet minder dan zes en niet meer dan twaalf maanden vóór het bod als bedoeld in lid 1 door de bieder of door in onderling overleg met hem handelende personen voor dezelfde effecten is betaald, geldt als de billijke prijs. Indien na openbaarmaking van het bod en vóór sluiting van het bod voor aanvaarding de bieder of in onderling overleg met hem handelende personen effecten aankopen boven de biedingsprijs, verhoogt de bieder zijn bod tot ten minste de hoogste prijs die is betaald voor de aldus verworven effecten.

Op voorwaarde dat de algemene beginselen van artikel 3, lid 1, worden nageleefd, mogen de lidstaten de toezichthoudende autoriteiten ertoe machtigen om onder welomlijnde omstandigheden en op grond van duidelijk omschreven criteria de in de eerste alinea bedoelde prijs te wijzigen. Daartoe kunnen zij een lijst opstellen van de omstandigheden waaronder de hoogste prijs zowel opwaarts als neerwaarts kan worden bijgesteld, zoals bijvoorbeeld wanneer de hoogste prijs bij overeenkomst tussen de koper en een verkoper werd vastgesteld, wanneer de marktprijzen van de effecten in kwestie zijn gemanipuleerd, wanneer de marktprijzen in het algemeen of bepaalde marktprijzen in het bijzonder door uitzonderlijke gebeurtenissen zijn beïnvloed of om de redding van een onderneming in moeilijkheden mogelijk te maken. Zij kunnen tevens de in dergelijke gevallen te hanteren criteria vaststellen, zoals bijvoorbeeld de gemiddelde marktwaarde over een bepaalde periode, de liquidatiewaarde van de vennootschap of andere objectieve waarderingscriteria die gewoonlijk bij de financiële analyse worden toegepast.

Elk besluit van de toezichthoudende autoriteit tot wijziging van de billijke prijs moet met redenen worden omkleed en openbaar worden gemaakt.

5. De bieder kan als tegenprestatie effecten, geld of een combinatie van beide bieden.

Wanneer de door de bieder geboden tegenprestatie niet bestaat uit liquide effecten die tot de handel op een gereguleerde markt toegelaten zijn, moet als alternatief ook een tegenprestatie in geld worden geboden.

De bieder moet in ieder geval ten minste als alternatief een tegenprestatie in geld bieden wanneer hij of met in onderling overleg met hem handelende personen gedurende een periode die aanvangt op hetzelfde moment als de periode die wordt vastgesteld door de lidstaten overeenkomstig lid 4 en die eindigt bij de sluiting van het bod voor aanvaarding, tegen contante betaling effecten waaraan 5% of meer van de stemrechten van de doelvennootschap is verbonden, heeft verworven.

De lidstaten kunnen bepalen dat een tegenprestatie in geld, ten minste als een alternatief, in alle gevallen moet worden aangeboden.

6. Naast de bescherming als bedoeld in lid 1 kunnen de lidstaten in nadere instrumenten ter bescherming van de belangen van de houders van effecten voorzien, voorzover die instrumenten het normale verloop van de biedingsprocedure niet in de weg staan.

Artikel 6. Informatie over het bod

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat het besluit om een bod uit te brengen onverwijld openbaar wordt gemaakt en dat de toezichthoudende autoriteit van het bod in kennis wordt gesteld. De lidstaten kunnen eisen dat de toezichthoudende autoriteit op de hoogte wordt gebracht voordat dit besluit openbaar wordt gemaakt. Zodra het bod openbaar is gemaakt, stellen de leidinggevende of de bestuursorganen van de doelvennootschap en van de bieder ieder de vertegenwoordigers van hun werknemers of, bij ontstentenis van vertegenwoordigers, de werknemers zelf daarvan in kennis.
2. De lidstaten dragen er zorg voor dat de bieder verplicht is tijdig een biedingsbericht op te stellen en openbaar te maken dat alle informatie bevat die nodig is om de houders van effecten van de doelvennootschap in staat te stellen met kennis van zaken over het bod te beslissen. De bieder doet het biedingsbericht aan de toezichthoudende autoriteit toekomen alvorens het openbaar te maken. Wanneer het biedingsbericht openbaar wordt gemaakt, doen de leidinggevende of de bestuursorganen van de doelvennootschap en van de bieder ieder het biedingsbericht toekomen aan de vertegenwoordigers van hun werknemers of, bij ontstentenis van vertegenwoordigers, aan de werknemers zelf.
Het in de eerste alinea bedoelde biedingsbericht dat vooraf ter goedkeuring aan de toezichthoudende autoriteit is voorgelegd en deze goedkeuring heeft gekregen, wordt – behoudens eventuele vertaling – erkend door de andere lidstaat of lidstaten waar de effecten van de doelvennootschap tot de handel zijn toegelaten, zonder dat goedkeuring door de toezichthoudende autoriteiten van die lidstaat of lidstaten is vereist. De toezichthoudende autoriteiten kunnen slechts eisen dat in het biedingsbericht aanvullende informatie wordt opgenomen voorzover die informatie specifiek is voor de markten van de lidstaat of lidstaten waar de effecten van de doelvennootschap tot de handel zijn toegelaten en betrekking heeft op de formaliteiten die moeten worden vervuld om het bod te aanvaarden en om de tegenprestatie te ontvangen die bij de gestanddoening van het bod verschuldigd is, alsmede op de belastingregeling die van toepassing zal zijn op de tegenprestatie die aan de houders van effecten wordt geboden.
3. Het in lid 2 bedoelde biedingsbericht bevat ten minste de volgende gegevens:
 - a) de inhoud van het bod;
 - b) de identiteit van de bieder of, indien de bieder een vennootschap is, de rechtsvorm, naam en statutaire zetel van deze vennootschap;
 - c) de effecten of, in voorkomend geval, de categorie of categorieën effecten waarop het bod betrekking heeft;
 - d) de per effect of categorie effecten geboden vergoeding en, in het geval van een verplicht bod, de waarderingsgrondslag die werd toegepast voor de vaststelling van die vergoeding, met details betreffende de manier waarop de vergoeding zal worden betaald;
 - e) de geboden vergoeding voor rechten die niet kunnen worden uitgeoefend als gevolg van de doorbraakregel van artikel 11, lid 4, met details betreffende de

vorm waarin de vergoeding zal worden verstrekt en betreffende de methode ter bepaling van de omvang van die vergoeding,

- f) het hoogste en laagste percentage of aantal effecten dat de bieder toezegt te zullen verwerven,
 - g) in voorkomend geval, nadere gegevens betreffende de deelnemingen welke de bieder en de in onderling overleg met hem handelende personen reeds in de doelvennootschap bezitten,
 - h) alle voorwaarden waaraan het bod is onderworpen,
 - i) de voornemens van de bieder met betrekking tot het voortzetten van de activiteiten van de doelvennootschap en – voorzover beïnvloed door het bod – van de biedende vennootschap, alsmede ten aanzien van het in dienst houden van de werknemers en bestuurders van die vennootschappen, met inbegrip van elke belangrijke wijziging in de arbeidsvoorwaarden Dit betreft met name de strategische plannen van de bieder voor die vennootschappen en de vermoedelijke gevolgen daarvan voor de werkgelegenheid en de vestigingsplaatsen,
 - j) de termijn voor de aanvaarding van het bod,
 - k) indien de door de bieder geboden vergoeding effecten van welke aard ook omvat, informatie over die effecten,
 - l) inlichtingen over de financiering van het bod,
 - m) de identiteitsgegevens van de personen die in onderling overleg met de bieder of met de doelvennootschap handelen, alsook, indien het om vennootschappen gaat, de rechtsvorm, de naam, de statutaire zetel en hun relatie tot de bieder en, indien mogelijk, tot de doelvennootschap,
 - n) het nationale recht dat op de uit het bod voortvloeiende overeenkomsten tussen de bieder en de houders van effecten van de doelvennootschap van toepassing zal zijn, alsook de bevoegde rechtsinstanties
- 4 De uitvoeringsbepalingen voor lid 3 van dit artikel worden door de Commissie vastgesteld volgens de in artikel 18, lid 2, bedoelde procedure
- 5 De lidstaten dragen er zorg voor dat de partijen bij een bod de toezichthoudende autoriteiten van hun lidstaat te allen tijde desgevraagd alle inlichtingen over het bod waarover zij beschikken moeten verschaffen en die de toezichthoudende autoriteiten nodig hebben voor de uitoefening van hun taken

Artikel 7. Termijn voor de aanvaarding van het bod

- 1 De lidstaten bepalen dat de termijn voor de aanvaarding van het bod niet minder dan twee weken en niet meer dan tien weken mag bedragen te rekenen vanaf de datum waarop het biedingsbericht openbaar wordt gemaakt Met inachtneming van het algemeen beginsel van artikel 3, lid 1, onder f), kunnen de lidstaten bepalen dat de termijn van tien weken verlengd kan worden, mits de bieder ten minste twee weken van tevoren van zijn voornemen tot sluiting van het bod kennis geeft
- 2 De lidstaten kunnen voorschriften vaststellen om in specifieke gevallen de in lid 1 genoemde termijn te wijzigen Zij kunnen de toezichthoudende autoriteit machtigen om een afwijking van de in lid 1 genoemde termijn toe te staan, teneinde de

doelvennootschap in staat te stellen een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen om over het bod te beraadslagen.

Artikel 8. Openbaarmaking van het bod

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat een bod op zodanige wijze openbaar moet worden gemaakt dat de transparantie en integriteit van de markt voor de effecten van de doelvennootschap, van de biedende vennootschap of van enig andere bij het bod betrokken vennootschap gewaarborgd zijn teneinde met name de bekendmaking of verspreiding van onjuiste of misleidende informatie te voorkomen.
2. De lidstaten zien erop toe dat alle overeenkomstig artikel 6 vereiste inlichtingen en bescheiden op zodanige wijze openbaar moeten worden gemaakt dat zij gemakkelijk en onmiddellijk beschikbaar zijn voor de houders van effecten, althans in die lidstaten waar de effecten van de doelvennootschap tot de handel op een gereguleerde markt zijn toegelaten, alsmede voor de vertegenwoordigers van de werknemers van de doelvennootschap en de bieder of, bij ontstentenis van vertegenwoordigers, voor de werknemers zelf.

Artikel 9. Verplichtingen van het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat de in de leden 2 tot en met 5 vervatte voorschriften worden nageleefd.
2. Gedurende de in de tweede alinea bedoelde periode moet het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap van de algemene vergadering van aandeelhouders voorafgaande specifieke machtiging verkrijgen voordat het enige actie – behalve het zoeken naar alternatieve biedingen – onderneemt die het bod zou kunnen dwarsbomen en inzonderheid voordat het overgaat tot de uitgifte van aandelen die voor de bieder een blijvende belemmering kunnen vormen om zeggenschap over de doelvennootschap te verkrijgen.
Een dergelijke machtiging is altijd vereist uiterlijk op het moment waarop het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap de in artikel 6, lid 1, eerste zin, bedoelde inlichtingen betreffende het bod ontvangt, en zolang het resultaat van het bod niet openbaar is gemaakt of het bod niet is vervallen. De lidstaten kunnen verlangen dat deze machtiging eerder moet worden verkregen, bijvoorbeeld vanaf het moment waarop het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap er kennis van krijgt dat het bod op handen is.
3. Voor besluiten die vóór het begin van de in lid 2, tweede alinea, bedoelde periode zijn genomen en die nog niet geheel of gedeeltelijk zijn uitgevoerd, is goedkeuring of bekrachtiging door de algemene vergadering van aandeelhouders vereist wanneer het besluit niet past in de normale uitoefening van de onderneming en de uitvoering ervan het bod zou kunnen dwarsbomen.
4. Voor het verkrijgen van de in de leden 2 en 3 bedoelde voorafgaande machtiging, bekrachtiging of goedkeuring van de houders van effecten kunnen de lidstaten voorschriften vaststellen die het mogelijk maken dat een algemene vergadering

van aandeelhouders op korte termijn wordt bijeengeroepen, met dien verstande dat deze vergadering niet eerder dan twee weken na de kennisgeving ervan plaatsvindt.

5. Het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap gaat over tot de opstelling en openbaarmaking van een document waarin het zijn met redenen omklede standpunt geeft over het bod, en met name zijn mening omtrent de gevolgen van de uitvoering ervan voor alle belangen van de vennootschap, waaronder de werkgelegenheid, alsmede over de strategische plannen van de bieder voor de doelvennootschap en de vermoedelijke gevolgen voor de werkgelegenheid en de vestigingsplaatsen zoals deze overeenkomstig artikel 6, lid 3, onder i), in het biedingsbericht zijn vermeld. Het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap deelt dit standpunt gelijktijdig mee aan de vertegenwoordigers van de werknemers of, bij ontstentenis van vertegenwoordigers, aan de werknemers zelf. Indien het leidinggevend of het bestuursorgaan van de doelvennootschap tijdig een eigen standpunt van de vertegenwoordigers van de werknemers over de gevolgen van het bod voor de werkgelegenheid ontvangt, wordt dit standpunt aan het bovenbedoelde document gehecht.
6. Voor de toepassing van lid 2 wordt onder „het leidinggevend of het bestuursorgaan” zowel de raad van bestuur van de vennootschap beschouwd als de raad van commissarissen van de vennootschap wanneer de vennootschap een dualistische bestuursstructuur heeft.

Artikel 10. Inlichtingen over de in artikel 1, lid 1, bedoelde vennootschappen

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat de in artikel 1, lid 1, bedoelde vennootschappen gedetailleerde inlichtingen over de volgende aspecten publiceren:
 - a) de kapitaalstructuur (met inbegrip van de effecten die niet in een lidstaat tot de handel op een gereglementeerde markt zijn toegelaten), in voorkomend geval, onder vermelding van de verschillende soorten aandelen en, voor elke soort aandelen, van de rechten en plichten die eraan verbonden zijn en het percentage van het geplaatste kapitaal dat erdoor wordt vertegenwoordigd;
 - b) elke beperking van overdracht van effecten, zoals beperkingen op het effectenbezit of een door de vennootschap of andere houders van effecten te verlenen goedkeuring, onverminderd het bepaalde in artikel 46 van Richtlijn 2001/34/EG;
 - c) rechtstreeks of middellijk (bijvoorbeeld via piramidale structuren of kruisparticipaties) verworven belangrijke deelnemingen in het kapitaal als bedoeld in artikel 85 van Richtlijn 2001/34/EG;
 - d) de houders van effecten waaraan bijzondere zeggenschapsrechten verbonden zijn, en een beschrijving van deze rechten;
 - e) het mechanisme voor de controle van enig aandelenplan voor werknemers wanneer de zeggenschapsrechten niet rechtstreeks door de werknemers worden uitgeoefend;

- f) elke beperking van stemrecht, zoals beperkingen van het stemrecht voor houders van een zeker percentage of een zeker aantal stemmen, verplichte termijnen voor de uitoefening van het stemrecht of systemen waardoor, met medewerking van de vennootschap, de financiële rechten die zijn verbonden aan effecten, worden losgekoppeld van het houden van effecten;
 - g) de aandeelhoudersovereenkomsten die bekend zijn bij de vennootschap en welke aanleiding kunnen geven tot beperking van de overdracht van effecten en/of stemrechten, als bedoeld in Richtlijn 2001/34/EG;
 - h) de regels voor de benoeming en vervanging van de leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan en voor de wijziging van de statuten van de vennootschap;
 - i) de bevoegdheden van de leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan, met name wat de mogelijkheid tot uitgifte of inkoop van aandelen betreft;
 - j) belangrijke overeenkomsten waarbij de vennootschap partij is en die in werking treden, wijzigingen ondergaan of aflopen in geval van een wijziging van zeggenschap over de vennootschap na een openbaar overnamebod, alsmede de gevolgen daarvan, behalve indien zij zodanig van aard zijn dat openbaarmaking ervan de vennootschap ernstig zou schaden; deze is niet van toepassing indien de vennootschap specifiek verplicht is tot openbaarmaking van dergelijke informatie op grond van andere wettelijke vereisten;
 - k) tussen de vennootschap en haar bestuurders of werknemers gesloten overeenkomsten die in vergoedingen voorzien wanneer deze bestuurders of werknemers naar aanleiding van een openbaar overnamebod ontslag nemen, zonder geldige reden worden ontslagen of wanneer er een eind komt aan hun arbeidsverhouding.
- 2) De in lid 1 bedoelde inlichtingen moeten worden bekendgemaakt in het jaarverslag van de vennootschap als bedoeld in artikel 46 van Richtlijn 78/660/EEG¹³ en artikel 36 van Richtlijn 83/349/EEG¹⁴.
- 3) De lidstaten dragen er zorg voor dat het leidinggevend of het bestuursorgaan van vennootschappen waarvan de effecten in een lidstaat tot de handel op een gerelementeerde markt zijn toegelaten, een toelichtend verslag voorlegt aan de jaarlijkse algemene vergadering van aandeelhouders over de in lid 1 bedoelde kwesties.

Artikel 11. Doorbraak

1. Onverminderd de overige rechten en plichten waarin het Gemeenschapsrecht voorziet voor de in artikel 1, lid 1, bedoelde vennootschappen, dragen de lidstaten

13 Vierde Richtlijn 78/660/EEG van de Raad van 25 juli 1978 betreffende de jaarrekening van bepaalde vennootschapsvormen (PB L 222 van 14.8.1978, blz. 11). Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2003/51/EG van het Europees Parlement en de Raad (PB L 178 van 17.7.2003, blz. 16).

14 Zevende Richtlijn 83/349/EEG van de Raad van 13 juni 1983 betreffende de geconsolideerde jaarrekening (PB L 193 van 18.7.1983, blz. 1) Richtlijn laatstelijk gewijzigd bij Richtlijn 2003/51/EG.

er zorg voor dat de in de leden 2 tot en met 7 bedoelde voorschriften gelden wanneer een bod openbaar is gemaakt.

2. De in de statuten van de doelvennootschap vastgelegde beperkingen van de overdracht van effecten zijn tijdens de in artikel 7, lid 1, bedoelde termijn voor de aanvaarding van het bod niet van toepassing jegens de bieder.

De in overeenkomsten tussen de doelvennootschap en houders van effecten van deze vennootschap onderling vastgelegde beperkingen van de overdracht van effecten, of overeenkomsten tussen houders van effecten van deze vennootschap onderling die na de inwerkingtreding van deze richtlijn zijn gesloten, zijn tijdens de in artikel 7, lid 1, bedoelde termijn voor de aanvaarding van het bod niet van toepassing jegens de bieder.

3. De in de statuten van de doelvennootschap vastgelegde beperkingen van de uitoefening van het stemrecht zijn buiten werking gesteld tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders die overeenkomstig artikel 9 een beslissing neemt over eventueel te nemen beschermingsmaatregelen.

De in overeenkomsten tussen de doelvennootschap en houders van effecten van deze vennootschap onderling vastgelegde beperkingen van de uitoefening van het stemrecht, of overeenkomsten tussen houders van effecten van deze vennootschap onderling die na de inwerkingtreding van deze richtlijn zijn gesloten, zijn buiten werking gesteld tijdens de algemene vergadering die overeenkomstig artikel 9 een beslissing neemt over eventueel te nemen beschermingsmaatregelen.

Aan effecten met meervoudig stemrecht is slechts één stem verbonden tijdens de algemene vergadering van aandeelhouders die overeenkomstig artikel 9 een beslissing neemt over eventueel te nemen beschermingsmaatregelen.

4. Wanneer de bieder ten gevolge van een bod in het bezit komt van minstens 75% van het kapitaal waaraan stemrecht is verbonden, gelden noch de in de leden 2 en 3 bedoelde beperkingen van de overdracht van effecten en van de uitoefening van het stemrecht, noch de in de statuten van de doelvennootschap vastgelegde buitengewone rechten van de aandeelhouders ten aanzien van de benoeming of het ontslag van leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan, en is aan effecten met meervoudig stemrecht slechts één stem verbonden tijdens de eerste algemene vergadering na de sluiting van het bod die door de bieder wordt bijeengeroepen om de statuten te wijzigen of leden van het leidinggevend of het bestuursorgaan te benoemen of te ontslaan.

Daartoe heeft de bieder het recht op korte termijn een algemene vergadering van aandeelhouders bijeen te roepen, met dien verstande dat deze vergadering niet eerder dan twee weken na de kennisgeving ervan mag plaatsvinden.

5. Wanneer rechten op grond van de leden 2, 3 en 4 en/of artikel 12 niet kunnen worden uitgeoefend, moet een billijke vergoeding voor ieder door de houders van deze rechten geleden verlies worden verstrekt. De voorwaarden voor de vaststelling van die vergoeding en de details betreffende de betaling ervan worden door de lidstaten vastgesteld.

6. De leden 3 en 4 zijn niet van toepassing wanneer beperkingen van de uitoefening van stemrechten worden gecompenseerd met specifieke geldelijke voordelen.
7. Dit artikel is niet van toepassing wanneer lidstaten aandelen hebben in de doelvennootschap die de lidstaat speciale rechten verschaffen welke verenigbaar zijn met het Verdrag, op speciale rechten uit hoofde van nationale bepalingen die verenigbaar zijn met het Verdrag, en op coöperaties.

Artikel 12. Facultatieve regelingen

1. De lidstaten kunnen zich het recht voorbehouden de in artikel 1, lid 1, bedoelde vennootschappen die hun statutaire zetel op hun grondgebied hebben er niet toe te verplichten de artikelen 9, leden 2 en 3 en/of artikel 11 toe te passen.
2. Wanneer lidstaten gebruikmaken van de in lid 1 bedoelde mogelijkheid moeten zij niettemin aan bedrijven met één statutaire zetel op hun grondgebied de mogelijkheid geven, waarop kan worden teruggekomen, om de artikelen 9, leden 2 en 3 en/of artikel 11 toe te passen onverlet het in artikel 11, lid 7, bepaalde.
Het besluit van de vennootschap moet worden genomen door de algemene vergadering van aandeelhouders overeenkomstig het recht van de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft in overeenstemming met de regelingen die van toepassing zijn op wijziging van de statuten. Het besluit moet ter kennis worden gebracht van de toezichthoudende autoriteit van de lidstaat waar de vennootschap haar statutaire zetel heeft en aan alle toezichthoudende autoriteiten van lidstaten waar haar effecten zijn toegelaten tot de handel op een gereguleerde markt of waar een dergelijke toelating is aangevraagd.
3. De lidstaten kunnen, op grond van de voorwaarden die in de nationale wetgeving zijn vastgesteld, vennootschappen die de artikelen 9, leden 2 en 3, en/of artikel 11 toepassen, vrijstellen van de toepassing van de artikelen 9, leden 2 en 3, en/of artikel 11 als op hen een bod wordt uitgebracht door een vennootschap die niet dezelfde artikelen toepast, of van een vennootschap die direct of indirect onder zeggenschap van laatstgenoemde vennootschap valt, overeenkomstig artikel 1 van Richtlijn 83/349/EEG.
4. De lidstaten zorgen ervoor dat de bepalingen die van toepassing zijn op de respectieve vennootschappen onverwijld openbaar worden gemaakt.
5. Voor de toepassing van enige maatregel overeenkomstig het in lid 3 bepaalde is de goedkeuring nodig van de algemene vergadering van aandeelhouders van de doelvennootschap, die niet eerder mag zijn verleend dan 18 maanden voordat het bod overeenkomstig artikel 6, lid 1, openbaar werd gemaakt.

Artikel 13. Andere op het verloop van een bod toepasselijke voorschriften

De lidstaten stellen tevens voorschriften vast welke ten minste de volgende aspecten van het verloop van een bod regelen:

- a) het vervallen van een bod,
- b) de herziening van een bod,
- c) concurrerende biedingen,

- d) openbaarmaking van het resultaat van een bod,
- e) onherroepelijkheid van een bod en toegestane voorwaarden.

Artikel 14. Informatie en raadpleging van de vertegenwoordigers van de werknemers

De bepalingen van deze richtlijn doen geen afbreuk aan de regelingen die bestaan ten aanzien van informatie en raadpleging en, als de lidstaten zulks voorschrijven, inspraak van werknemers van de biedende vennootschap en de doelvennootschap, geregeld bij de toepasselijke nationale bepalingen, inzonderheid die welke zijn vastgesteld op grond van de Richtlijnen 94/45/EG, 98/59/EG, 2001/86/EG en 2002/14/EG.

Artikel 15. Uitstotingsrecht

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat na een bod dat tot alle houders van effecten van de doelvennootschap was gericht en op al hun effecten betrekking had, de bepalingen in de leden 2 tot en met 5 van toepassing zijn.
2. De lidstaten dragen er zorg voor dat een bieder van alle houders van de resterende effecten kan verlangen hem deze effecten tegen een billijke prijs te verkopen. De lidstaten voeren dit recht in een van de volgende situaties in:
 - a) wanneer de bieder een hoeveelheid effecten bezit die ten minste 90% van het kapitaal met stemrechten en 90% van de stemrechten van de doelvennootschap vertegenwoordigen,
 - of
 - b) wanneer hij na aanvaarding van het bod effecten die ten minste 90% van het kapitaal van de doelvennootschap waaraan stemrechten zijn verbonden en 90% van de stemrechten die deel uitmaken van het bod heeft verworven of contractueel heeft toegezegd deze te verwerven.

In het hierboven onder a) beschreven geval kunnen de lidstaten een hogere drempel vaststellen, die echter niet hoger mag zijn dan 95% van het kapitaal waaraan stemrechten zijn verbonden en 95% van de stemrechten.

3. De lidstaten dragen er zorg voor dat er voorschriften gelden om te berekenen wanneer de drempel is bereikt.

Wanneer de doelvennootschap meer dan één categorie effecten heeft uitgegeven, kunnen de lidstaten bepalen dat het uitstotingsrecht alleen kan worden uitgeoefend in de categorie waarin de in lid 2 vastgestelde drempel is bereikt.
4. Wanneer de bieder het uitstotingsrecht wenst uit te oefenen moet hij dit doen binnen een termijn van drie maanden na het einde van de in artikel 7 bedoelde periode voor aanvaarding van het in artikel 7 bedoelde bod.
5. De lidstaten zorgen ervoor dat een billijke prijs gewaarborgd is. Deze prijs dient dezelfde vorm te krijgen als de tegenprestatie die bij het bod wordt voorgesteld of dient te bestaan uit geld. De lidstaten kunnen bepalen dat, tenminste als alternatief, geld wordt geboden.

Na een vrijwillig bod wordt in beide gevallen waarnaar in lid 2, onder a) en b), van

lid 2 wordt verwezen, de bij het bod geboden tegenprestatie geacht billijk te zijn wanneer de bieder als gevolg van de aanvaarding van het bod effecten heeft verworven die tenminste 90% vertegenwoordigen van het door het bod bestreken kapitaal waaraan stemrechten zijn verbonden.

Na het uitbrengen van een verplicht bod wordt aangenomen dat de bij het bod geboden tegenprestatie billijk is.

Artikel 16. Verkooprecht

1. De lidstaten dragen er zorg voor dat na een bod dat tot alle houders van effecten van de doelvennootschap was gericht en op al hun effecten betrekking had, de leden 2 en 3 van toepassing zijn.
2. De lidstaten dragen er zorg voor dat een houder van resterende effecten van de bieder kan verlangen dat deze zijn effecten koopt voor een billijke prijs onder dezelfde omstandigheden zoals bedoeld in artikel 15, lid 2.
3. De bepalingen van artikel 15, leden 3 tot en met 5, zijn mutatis mutandis van toepassing.

Artikel 17. Sancties

De lidstaten bepalen de sancties voor overtredingen van de ter uitvoering van deze richtlijn vastgestelde nationale bepalingen, en treffen alle maatregelen die nodig zijn om de oplegging van die sancties te verzekeren. De aldus vastgestelde sancties moeten doeltreffend, evenredig en afschrikkend zijn. De lidstaten stellen de Commissie uiterlijk op de in artikel 21, lid 1, vermelde datum van de desbetreffende bepalingen in kennis en delen haar alle latere wijzigingen ervan zo spoedig mogelijk mede.

Artikel 18. Comitéprocedure

1. De Commissie wordt bijgestaan door het bij Besluit 2001/528/EG ingestelde Europees Comité voor het effectenbedrijf („het comité”).
2. Wanneer naar dit lid wordt verwezen, zijn de artikelen 5 en 7 van Besluit 1999/468/EG van toepassing met inachtneming van artikel 8 daarvan, mits de uitvoeringsmaatregelen die overeenkomstig deze procedure zijn vastgesteld geen wijziging inhouden van de wezenlijke bepalingen van deze richtlijn.
De in artikel 5, lid 6, van Besluit 1999/468/EG bedoelde termijn wordt vastgesteld op drie maanden.
3. Zonder afbreuk te doen aan de reeds vastgestelde uitvoeringsmaatregelen wordt na afloop van een periode van vier jaar na inwerkingtreding van deze richtlijn de toepassing van haar bepalingen die de vaststelling van technische regels en besluiten overeenkomstig lid 2 vereisen, opgeschort. Op voorstel van de Commissie kunnen het Europees Parlement en de Raad de betrokken bepalingen verlengen overeenkomstig de procedure zoals bedoeld in artikel 251 van het Verdrag, en zullen zij daartoe deze bepalingen vóór afloop van de hierboven bedoelde periode aan een herziening onderwerpen.

Artikel 19. Contactcomité

1. Er wordt een contactcomité ingesteld dat tot taak heeft:
 - a) de vergemakkelijking, zonder afbreuk te doen aan het bepaalde in de artikelen 226 en 227 van het Verdrag, van de geharmoniseerde toepassing van deze richtlijn door middel van regelmatig te houden vergaderingen waarin wordt ingegaan op praktische problemen die in verband met de toepassing ontstaan;
 - b) de Commissie zo nodig te adviseren over aanvullingen of wijzigingen van deze richtlijn.
2. Het behoort niet tot de taken van het contactcomité te oordelen over de merites van de besluiten die in individuele gevallen door de toezichthoudende autoriteiten worden genomen.

Artikel 20. Herziening

Vijf jaar na de in artikel 21, lid 1, vermelde datum onderzoekt de Commissie deze richtlijn in het licht van de ervaring die met de toepassing ervan is opgedaan en stelt zij, indien nodig, een herziening voor. Dit onderzoek omvat een overzicht van de zeggenschapsstructuren en beschermingsconstructies tegen openbare overnamebiedingen die niet onder deze richtlijn vallen.

Hiertoe verstrekken de lidstaten de Commissie jaarlijks informatie over de openbare overnamebiedingen die zijn uitgebracht op vennootschappen waarvan de effecten zijn toegelaten tot de handel op hun gereguleerde markten. Die informatie dient te omvatten de nationaliteit van de betrokken vennootschappen, het resultaat van de biedingen en alle andere informatie die van belang is om een inzicht te krijgen in de wijze waarop overnamebiedingen in de praktijk functioneren.

Artikel 21. Omzetting van de richtlijn

1. De lidstaten doen de nodige wettelijke en bestuursrechtelijke bepalingen in werking treden om uiterlijk op 20 mei 2006 aan deze richtlijn te voldoen. Zij stellen de Commissie daarvan onverwijld in kennis.

Wanneer de lidstaten deze bepalingen aannemen, wordt in die bepalingen naar de onderhavige richtlijn verwezen of wordt hiernaar verwezen bij de officiële bekendmaking van die bepalingen. De regels voor deze verwijzing worden vastgesteld door de lidstaten.
2. De lidstaten delen de Commissie de tekst van de belangrijkste bepalingen van intern recht mede die zij op de onder deze richtlijn vallende gebieden vaststellen.

Artikel 22. Inwerkingtreding

Deze richtlijn treedt in werking op de twintigste dag volgende op die van haar bekendmaking in het *Publicatieblad van de Europese Unie*.

Artikel 23. Adressaten

Deze richtlijn is gericht tot de lidstaten.

Gedaan te Straatsburg, 21 april 2004.

Voor het Europees Parlement

De voorzitter

P. COX

Voor de Raad

De voorzitter

D. ROCHE

REGISTERS

VOORSTELLEN VOOR EEN DERTIENDE EG-RICHTLIJN

Pennington-voorstel 1974

- R.R. Pennington (bijzonder raadadviseur bij de EEG), voorstel van 1974 voor een richtlijn inzake overnemingen en andere biedingen, COM XI/56/74-N, Brussel 1974

Richtlijnvoorstel 1987

- Voorstel van 1987 voor een richtlijn van de Raad inzake overnamebiedingen, COM XV/63/87-DE

Richtlijnvoorstel 1989

- Voorstel van 19 februari 1989 voor een dertiende richtlijn van de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbare aanbod tot aankoop of ruil, COM (88) 823 def.; PbEG 1989, C 64/8; www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/index.htm

Richtlijnvoorstel 1990

- Gewijzigd voorstel van 14 september 1990 voor een dertiende richtlijn van de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbare aanbod tot verwerving, COM (90) 416 def.; PbEG 1990, C 240/7; www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/index.htm

Richtlijnvoorstel 1996

- Voorstel van 7 februari 1996 voor een dertiende richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende overnamebiedingen, COM (95) 655 def.; PbEG 1996, C 162/5; www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/index.htm

Richtlijnvoorstel 1997

- Gewijzigd voorstel van 11 november 1997 voor een dertiende richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het overnamebod, COM (97) 565 def.; PbEG 1997, C 378/10; www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/index.htm

Richtlijnvoorstel 2000

- Gemeenschappelijk standpunt van 19 juni 2000 door de Raad vastgesteld met het oog op aanneming van Richtlijn 2000/.../EG van het Europees Parlement en de

Raad van ... inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbaar overnamebod, PbEG 2001, C 23/1; www.europa.eu.int/eur-lex/nl/archive/2001/c_02320010124nl.html

Richtlijnvoorstel 2001

- Gemeenschappelijke tekst van 6 juni 2001 zoals goedgekeurd door het Bemiddelingscomité, bedoeld in artikel 251 lid 4 van het EG-Verdrag, voor Richtlijn 2000/.../EG van het Europees Parlement en de Raad van ... inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbaar overnamebod, 96/0085 (COD); www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/index.htm

Richtlijnvoorstel 2002

- Voorstel van 2 oktober 2002 voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, COM (2002) 534 def.; PbEG 2003, C 45 E/1, www.europa.eu.int/eur-lex/nl/archive/2003/ce04520030225nl.html

Richtlijn

- Richtlijn 2004/25/EG van het Europees Parlement en de Raad van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod, PbEG 2004, L 142/12; www.europa.eu.int/eur-lex/nl/archive/2004/l_14220040430nl.html

BIEDINGSREGELINGEN

Nederland

- Wet toezicht effectenverkeer 1995, hoofdstuk II A: Openbaar bod op effecten (in hoofdstuk afgekort als: Wte 1995), www.afm.nl
- *Voorstel: Wet toezicht effectenverkeer 1995, hoofdstuk II B: Verplicht bod op effecten, zie proeve van een verplicht bod-regeling naar Nederlands recht*
- Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer 1995, hoofdstuk III: Vrijstelling als bedoeld in artikel 6c, eerste lid, van de wet (in hoofdstuk afgekort als: Vrijstellingsregeling Wte 1995), www.afm.nl
- *Voorstel: Vrijstellingsregeling Wet toezicht effectenverkeer 1995, hoofdstuk III A: Vrijstelling als bedoeld in artikel 6h, eerste lid, van de wet, zie proeve van een verplicht bod-regeling naar Nederlands recht*
- Besluit toezicht effectenverkeer 1995, hoofdstuk III A: Bepalingen ter uitvoering van artikel 6a, tweede en derde lid, van de wet (in hoofdstuk afgekort als: Bte 1995), [www.afm](http://www.afm.nl)
- *Voorstel: Besluit toezicht effectenverkeer 1995, hoofdstuk III B: Bepalingen ter uitvoering van artikel 6d, tweede lid, van de wet, zie proeve van een verplicht bod-regeling naar Nederlands recht*
- Beleidsregel van de Autoriteit Financiële Markten inzake het biedingsbericht als bedoeld in artikel 6a lid 2 Wte toezicht effectenverkeer 1995, Amsterdam 4 september 2001 (in hoofdstuk afgekort als: AFM-beleidsregel biedingsbericht (2001)), www.afm.nl
- Beleidsregel van de Autoriteit Financiële Markten inzake de werkingssfeer van de wettelijke regels betreffende het openbaar bod op effecten als genoemd in artikel 6a lid 1 Wet toezicht effectenverkeer 1995, Amsterdam 4 september 2001 (in hoofdstuk afgekort als: AFM-beleidsregel werkingssfeer (2001)), www.afm.nl
- *Voorstel: Beleidsregel van de Autoriteit Financiële Markten inzake het verplicht bod, zie proeve van een verplicht bod-regeling naar Nederlands recht*

Verenigd Koninkrijk

- The City Code on Takeovers and Mergers (in hoofdstuk afgekort als: City Code), www.thetakeoverpanel.org.uk
- The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares (in hoofdstuk afgekort als: SARs), www.thetakeoverpanel.org.uk

Duitsland

- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (in hoofdstekst afgekort als: WpÜG), www.bafin.de; www.bundesfinanzministerium.de
- Verordnung über den Inhalt der Angebotsunterlage, die Gegenleistung bei Übernahmeangeboten und Pflichtangeboten und die Befreiung von der Verpflichtung zur Veröffentlichung und zur Abgabe eines Angebots (in hoofdstekst afgekort als: WpÜG-Angebotsverordnung), www.bafin.de; www.bundesfinanzministerium.de

Frankrijk

- Règlement général du Conseil des Marchés Financiers, arrêté du 5 novembre 1998, titre V: les offres publiques d'acquisition (in hoofdstekst afgekort als: Règlement Général du CMF), www.cmf-france.org; www.amf-france.org
- Règlement no. 2002-04 de la Commission des Opérations de Bourse, relatif aux offres publiques d'acquisition portant sur des instruments financiers négociés sur un marché réglementé (in hoofdstekst afgekort als: Règlement no. 2002-04 de la COB), www.cob.fr; www.amf-france.org

België

- Wet van 2 maart 1989 op de openbaarmaking van belangrijke deelnemingen in ter beurze genoteerde vennootschappen en tot reglementering van de openbare overnameaanbiedingen, hoofdstuk II: Openbare overnameaanbiedingen en wijzigingen in de controle op vennootschappen die een openbaar beroep doen of gedaan hebben op het spaarwezen (in hoofdstekst afgekort als: Wet van 2 maart 1989), www.cbfa.be
- Koninklijk besluit van 8 november 1989 op de openbare overnamebiedingen en de wijzigingen in de controle op vennootschappen (in hoofdstekst afgekort als: De Benedetti-KB), www.cbfa.be

Italië

- Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52. (Legislative Decree 58 of 24 February 1998 Consolidated law on financial intermediation pursuant to Articles 8 and 21 of Law 52 of 6 February 1996, sections 102-112) (in hoofdstekst afgekort als: Decreto Legislativo 58/1998), www.consob.it
- Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di emittenti, Titolo III, Parte II (Regolamento Emittenti) (Consob Regulation 11971 of 14 May 1999 implementing the provisions on issuers of Legislative Decree 58 of 24 February 1998) (in hoofdstekst afgekort als: Consob Regolamento 11971/1999), www.consob.it

Spanje

- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, el art. 60 y 34 (in hoofdtekst afgekort als: LMV) (Law 24/1988, of 26 July 1988, on the Securities Market, sections 60 and 34), www.cnmv.es
- Real Decreto 1197/1991, de 28 de julio, sobre regimen de ofertas publicas de adquisicion de Valores (Royal Decree 1197/1991, of 26 July 1991, on tender offers of securities (in hoofdtekst afgekort als: Real Decreto 1197/1991)), www.cnmv.es

Zwitserland

- Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, 5. Abschnitt: Öffentliche Kaufangebote (Börsengesetz) (in hoofdtekst afgekort als: BEHG), www.takeover.ch
- Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote vom 21. Juli 1997 (in hoofdtekst afgekort als: Übernahmeverordnung der UEK), www.takeover.ch
- Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommision über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997, 4. Kapitel: Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes (in hoofdtekst afgekort als: Börsenverordnung der EBK), www.takeover.ch

Nederland

- Autoriteit Financiële Markten (AFM), www.afm.nl

Verenigd Koninkrijk

- Panel on Takeovers and Mergers (in hoofdtekst afgekort als: Panel), www.thetakeoverpanel.org.uk

Duitsland

- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (in hoofdtekst afgekort als: BaFin), www.bafin.de

Frankrijk

- Autorité des marchés financiers (in hoofdtekst afgekort als: AMF), www.amf-france.org

België

- Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen (in hoofdtekst afgekort als: CBFA), www.cbfa.be

Italië

- Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (Stock Exchange Authority) (in hoofdtekst afgekort als: Consob), www.consob.it

Spanje

- Comisión Nacional del Mercado de Valores (Securities and Exchange Commission) (in hoofdtekst afgekort als: CNMV), www.cnmv.es

Zwitserland

- Die Kommission für öffentliche Kaufangebote (Übernahmekommission) (in hoofdtekst afgekort als: UEK), www.takeover.ch
- Eidgenössischen Bankenkommission (in hoofdtekst afgekort als: EBK), www.ebk.admin.ch

Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen

- HvJEG 19 november 1991, NJ 1994, 2 (Francovich)
- HvJEG 9 maart 1999, JOR 1999/117 nt. G. van Solinge; NJ 2000, 48 nt. PV (Centros)
- HvJEG 5 november 2002, JOR 2003/4 nt. G. van Solinge; NJ 2003, 58 nt. PV (Überseering)
- HvJEG 30 september 2003, JOR 2003/249 nt. G.-J. Vossestein (Inspire Art)

Hoge Raad

- HR 24 september 1976, NJ 1978, 135 nt. B.W. (Erdal)
- HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 nt. Ma (Ogem)
- HR 22 januari 1999, JOR 1999/97; NJ 2000, 305 (Uneto/De Vliert)
- HR 27 september 2000, JOR 2000/217 nt. M. Brink; NJ 2000, 653 (Gucci)
- HR 3 mei 2002, JOR 2002/111 nt. I en JJvH (Joral)
- HR 21 februari 2003, JOR 2003/58 nt. M. Brink; NJ 2003, 181 nt. Ma (VIBA)
- HR 21 februari 2003, JOR 2003/57 nt. M.P. Nieuwe Weme; NJ 2003, 182 nt. Ma (HBG)
- HR 18 april 2003, JOR 2003/110 nt. J.M. Blanco Fernández; NJ 2003, 286 nt. Ma (RNA)

Ondernemingskamer

- OK 27 maart 1980, NJ 1981, 64 (Dufour)
- OK 27 mei 1993, NJ 1993, 724 (Zinkwit)
- OK 17 april 1997, JOR 1997/81 nt. I; NJ 1997, 672 nt. Ma (Bobel)
- OK 27 mei 1999, JOR 1999/121 nt. L.L.M. Prinsen (Gucci)
- OK 8 maart 2001, JOR 2001/55 nt. M. Brink; Ondernemingsrecht 2001, p. 168-172, nt. S.M. Bartman (Gucci)
- OK 16 oktober 2001, JOR 2001/251 nt. J.M. Blanco Fernández (RNA)
- OK 21 januari 2002, JOR 2002/28 nt. M. Brink (HBG)
- OK 22 maart 2002, JOR 2002/82 nt. I (RNA)
- OK 10 april 2003, JOR 2003/144 nt. C.D.J. Bulten (Hoffman)
- OK 24 april 2003, JOR 2003/166 (Emba)
- OK 16 oktober 2003, JOR 2003/260 nt. M. Brink (Laurus)

Hof (excl. OK)

- Hof Arnhem 26 mei 1992, NJ 1993, 182 nt. Ma (Uniwest/Van Klaveren)

Rechtbank

- Rb. Assen 28 juni 1949, NJ 1949, 757 (Coevorden/Maassen)
- Pres.Rb. Haarlem 8 mei 1990, KG 1990, 247; TVVS 1991, p. 102-103 nt. W.J. Slagter (Keizer Papier)
- Pres.Rb. Amsterdam 11 juni 1999, JOR 1999/174 nt. G. van Solinge (Leyinvest/KBB)
- Rb. Amsterdam 6 februari 2002, JOR 2002/61 (Leyinvest/Vendex KBB)

- Adams (1990)*, M. Adams, Was spricht gegen eine unbehinderte Übertragbarkeit der in Unternehmen gebundenen Ressourcen durch ihre Eigentümer?, AG 1990, p. 243-252
- Adolff/Meister/Randell/Stephan (2002)*, J. Adolff, B. Meister, C. Randell en K.-D. Stephan, Public Company Takeovers in Germany, München 2002
- AFM (2002)*, Autoriteit Financiële Markten, Reactie op het Consultatiedocument verplicht bod (2002), Amsterdam april 2002
- AFM-beleidsregel biedingsbericht (2001)*, Autoriteit Financiële Markten, Beleidsregel inzake het biedingsbericht als bedoeld in artikel 6a lid 2 Wet toezicht effectenverkeer 1995, Amsterdam 4 september 2001, Stcrt. 2001, 170; www.afm.nl
- AFM-beleidsregel werkingssfeer (2001)*, Autoriteit Financiële Markten, Beleidsregel inzake de werkingssfeer van de wettelijke regels betreffende een openbaar bod op effecten als genoemd in artikel 6a lid 1 Wet toezicht effectenverkeer 1995, Amsterdam 4 september 2001, Stcrt. 2001, 170; www.afm.nl
- Ahold (2004)*, Koninklijke Ahold NV, Ahold gereed voor implementatie aanbevelingen Tabaksblad (persbericht), Zaandam 16 februari 2004, www.ahold.nl
- Alder (2002)*, A.I. Alder (2002), Introduction, in: J. Baird (red.), A Practitioner's Guide to The Hong Kong Takeover Code, Old Woking 2002, p. ix-xvii
- Allen & Overy (2000/1)*, Allen & Overy, Takeover Bids in France, London 2000
- Allen & Overy (2000/2)*, Allen & Overy, Changes to the Takeover Regulation in Poland, Warsaw 2000
- Allen & Overy (2001)*, Allen & Overy, Takeover of public companies in Italy, London 2001
- Allen & Overy (2002)*, Allen & Overy, Reactie op het Consultatiedocument verplicht bod (2002), Amsterdam 8 april 2002
- Allen & Overy (2003)*, Allen & Overy, Changes made by RD 432/2003 modifying RD 1197/1991 on Takeover Bids, Madrid 2003
- Altmeppen (2001)*, H. Altmeppen, Neutralitätspflicht und Pflichtangebot nach dem neuen Übernahmerecht, ZIP 2001, p. 1073-1084
- AM Pereira, Sáragga Leal, Oliveira Martins (2000)*, AM Pereira, Sáragga Leal, Oliveira Martins, The New Portuguese Securities Market Code, Portugal (z.pl.) 2000
- Andenas (1996)*, M. Andenas, European take-over regulation and the City Code, The Company Lawyer 1996, p. 150-152

- Andenas (1997)*, M. Andenas, European Takeover Directive and the City, The Company Lawyer 1997, p. 101-104
- Andrews (1965)*, W.D. Andrews, The Stockholders's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares, Harv.L.Rev. 1965, p. 505-563
- Arendsen de Wolff (1976)*, G.J.W. Arendsen de Wolff, De in Frankrijk geldende regels met betrekking tot het openbaar bod, TVVS 1976, p. 257-263
- Asser-Van der Grinten-Maeijer 2-II (1997)*, Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, deel II, De rechtspersoon, bewerkt door J.M.M. Maeijer, Deventer 1997
- Asser-Hartkamp 4-I (2004)*, Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Verbintenissenrecht, deel I, De verbintenis in het algemeen, bewerkt door A.S. Hartkamp, met medewerking van C.H. Sieburgh, Deventer 2004
- Asser-Hartkamp 4-II (2001)*, Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Verbintenissenrecht, deel II, Algemene leer der overeenkomsten, bewerkt door A.S. Hartkamp, Deventer 2001
- Asser-Hijma 5-I (2001)*, Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Bijzondere overeenkomsten, deel I, Koop en Ruil, bewerkt door Jac. Hijma, Deventer 2001
- Asser-Maeijer 2-III (2000)*, Mr. C. Asser's handleiding tot de beoefening van het Nederlands burgerlijk recht, Vertegenwoordiging en rechtspersoon, deel III, De naamloze en de besloten vennootschap, bewerkt door J.M.M. Maeijer, met medewerking van F.J.P. van den Ingh, Deventer 2000
- Assmann (1995)*, H.-D. Assmann, Verhaltensregeln für freiwillige öffentliche Übernahmeangebote, Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, AG 1995, p. 563-572
- Assman/Hirsch (1993)*, H.-D. Assmann en A. Hirsch, Der Entwurf eines schweizerischen Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel, AG 1993, p. 410-420
- Assmann/Pötzsch/Schneider (2003)*, H.-D. Assmann, T. Pötzsch en U.H. Schneider (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Köln 2003
- Atanaskovic Hartnell (2000)*, Atanaskovic Hartnell, Government Overhauls Takeover Law, Australia (z.pl.) 2000
- Baird (2002)*, J. Baird, Mandatory and Voluntary Offers and their terms, in: J. Baird (red.), A Practitioner's Guide to The Hong Kong Takeover Code, Old Woking 2002, p. 35-50
- Barca/Becht (2001)*, F. Barca en M. Becht (ed.), The Control of Corporate Europe, New York 2001
- Barclay/Holderness (1989)*, M.J. Barclay en C.G. Holderness, Private Benefits from Control of Public Corporations, JFE 1989, p. 371-395
- Barclay/Holderness (1992)*, M.J. Barclay en C.G. Holderness, The Law and Large-Block Trades, JLE 1992, p. 265-294

- Barclay/Holderness/Sheehan (2001)*, M.J. Barclay, C.G. Holderness en D.P. Sheehan, The Block Pricing Puzzle, Simon School of Business Working Paper No. FR 01-05, 2001
- Barents/Brinkhorst (2003)*, R. Barents en L.J. Brinkhorst, Grondlijnen van Europees recht, Deventer 2003
- Barrocas (2000)*, M.P. Barrocas, Portugal, in: M. Whalley en F.-J. Semler (ed.), International Business Acquisitions, The Hague/London/Boston 2000, p. 269-285
- Bárta (2002)*, I. Bárta, Czech Republic, in: D. Simeonov e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States, Old Woking 2002, p. 71-106
- Bartjens (2004)*, Bartjens, Vloeibaar, HFD 5 mei 2004
- Bartman (2002)*, S.M. Bartman, Minderheidsaandeelhouders: tussen exit en zorgplicht, in: L. Timmerman e.a., Concernverhoudingen, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 69, Deventer 2002, p. 29-45
- Bartman (2004)*, S.M. Bartman, Analysis and consequences of the EC Directive on takeover bids, ECL 2004/1, p. 5-8
- Bartman/Dorresteyn (2000)*, S.M. Bartman en A.F.M. Dorresteyn, Van het Concern, Deventer 2000
- Bartman/Dorresteyn (2003)*, S.M. Bartman en A.F.M. Dorresteyn, Van het Concern, Deventer 2003
- Basaldua (1990)*, N. Basaldua, Vers une harmonisation communautaire des offres publiques d'acquisitions, RPS 1990, p. 234-273
- Batchelor (2001)*, C. Batchelor, Takeover Panel makes changes, City separate code committee to be set up, FT 16 February 2001
- Baum (1996)*, H. Baum, Der Markt für Unternehmen und die Regelung von öffentlichen Übernahmeangeboten in Japan, AG 1996, p. 399-416
- Baum (2003)*, H. Baum, Funktionale Elemente und Komplementaritäten des britischen Übernahmerechts, RIW 2003, p. 421-433
- Baums (1989)*, T. Baums, Übernahmeregeln in der Europäischen Gemeinschaft, ZIP 1989, p. 1376-1381
- Baums/Stöcker (2002)*, T. Baums en M. Stöcker, Rückerwerb eigener Aktien und WpÜG, Arbeitspapier Nr. 90, Frankfurt am Main 2002
- Bayne (1963)*, D.C. Bayne, A Philosophy of Corporate Control, U.Pa.L.Rev. 1963, p. 22-67
- Bayne (1969)*, D.C. Bayne, The Sale-of-Control Premium: The Disposition, Calif.L.Rev. 1969, p. 615-658
- Bebchuk (1985)*, L.A. Bebchuk, Towards Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers, Harv.L.Rev. 1985, p. 1695-1808
- Bebchuk (1994)*, L.A. Bebchuk, Efficient and Inefficient Sales of Corporate Control, Q.J.E. 1994, p. 957-993
- Bebchuk/Ferrel (2001)*, L.A. Bebchuk en A. Ferrel, A New Approach to Takeover Law and Regulatory Competition, Virginia L.Rev. 2001/87, p. 111-164

- Bech-Bruun Dragsted (2001)*, Bech-Bruun Dragsted, Public Takeovers, Denmark (z.pl.) 2001
- Beckmann (1995/1)*, R. Beckmann, Übernahmeangebote in Europa, Münster 1995
- Beckmann (1995/2)*, R. Beckmann, Der Richtlinienvorschlag betreffend Übernahmeangebote auf dem Weg zu einer europäischen Rechtsangleichung, DB 1995, p. 2407-2411
- Bell (1996)*, R. Bell, Harmonising EC Takeover Rules, The Smooth Running of the UK Takeover System Could Be Threatened by Recent EC Developments, Compliance Monitor August 1996, p. 30-32
- Ten Berg (2002)*, J.A.M. ten Berg, Statuten versus aandéelhoudersovereenkomsten, in: W. Bosse e.a., Statuten zonder bezwaar, Preadvies KNB, Den Haag 2002, p. 161-207
- Berg (2004)*, K. Berg, Biedingsregels, toezicht en rechtsbescherming, TvE 2004, p. 4-11
- Van den Bergen (2000)*, A.J.E. van den Bergen, Openbaar bod en beschermingsconstructies in het licht van de dertiende richtlijn en het wetsvoorstel beschermingsconstructies, Moret Scriptie Reeks, deel 34, Rotterdam 2000
- Van den Berg/Jonk/Moelker (2003)*, R.G. van den Berg, A.M. Jonk en L.A.G. Moelker, Naar een Wet op het financieel toezicht, TvE 2003, p. 192-200
- Berglöf/Burkart (2003)*, E. Berglöf en M. Burkart, European takeover regulation, Economic Policy 2003, p. 171-213
- Bergström/Högfeldt (1994)*, C. Bergström en P. Högfeldt, An Analysis of the Mandatory Bid Rule, SSE/EFI Working Paper Series in Economics and Finance No. 32, Stockholm 1994
- Bergström/Högfeldt (1997)*, C. Bergström en P. Högfeldt, The Equal Bid Principle, An Analysis of the Thirteenth Council Takeover Directive of the European Union, J.Bus.Fin.&Acc. 1997, p. 375-396
- Bergström/Högfeldt/Macey/Samuelsson (1995)*, C. Bergström, P. Högfeldt, J.R. Macey en P. Samuelsson, The Regulation of Corporate Acquisitions: A Law and Economics Analysis of the European Proposals for Reform, Colum.Bus.L.Rev. 1995, p. 495-524
- Bergström/Högfeldt/Molin (1997)*, C. Bergström, P. Högfeldt en J. Molin, The Optimality of the Mandatory Bid Rule, JLEO 1997, p. 433-451
- Berle (1958)*, A.A. Berle, 'Control' in Corporate Law, Colum.L.Rev. 1958, p. 1212-1225
- Berle (1965)*, A.A. Berle, The Price of Power; Sale of Corporate Control, Cornell L.Q. 1965, p. 628-640
- Berle/McMeans (1932)*, A.A. Berle en G.C. Means, The Modern Corporation and Private Property, New York 1932
- Bernet (1998)*, R. Bernet, Die Regelung öffentlicher Kaufangebote im neuen Börsengesetz (BEHG), Eine Darstellung der Pflichten des Anbieters und des Verwaltungsrats der Zielgesellschaft unter Einschluss sämtlicher Verordnungen, Abhandlungen zum schweizerischen Recht, Heft 614, Bern 1998

- Blanco Fernández (1999)*, J.M. Blanco Fernández, Vennootschapsrechtelijke werking van stemovereenkomsten, *Ondernemingsrecht* 1999, p. 148-151
- Blei Weissmann ([jaar])*, Y.G. Blei Weissmann, Contractenrecht, II-B, Aanbod, in: A.R. Bloembergen en W.M. Kleijn (red.), *Verbintenissenrecht* (losbl.), Deventer
- Blezinger (1984)*, C. Blezinger, Übernahmeangebote in Frankreich, Frankfurt am Main 1984
- Den Boer (2002)*, J. den Boer, Naar een rationeel waarderingstijdstip bij de uitkoop- en de geschillenregeling, *WPNR* 2002/6487, p. 339-346
- Bohrer/Kubli (1998)*, A. Bohrer en A. Kubli, Mandatory Offer or Opting-out?, www1.treuhaender.ch/09-98/Recht/09ebohre/09ebohre.html
- Booz-Allen (1990)*, Booz-Allen, Study on Obstacles to Takeover Bids in the European Community, Paris 1990
- Börsensachverständigenkommission (1999)*, Börsensachverständigenkommission (BSK) beim Bundesministerium der Finanzen, Standpunkte der Börsensachverständigenkommission zur künftigen Regelung von Unternehmensübernahmen, Frankfurt am Main Februar 1999
- Bosveld/Meyer/Vorst (1997)*, R. Bosveld, P. Meyer en T. Vorst, Takeover Premiums in The Netherlands, Explanatory variables for takeover driven price changes 1970-1995, in: W. van den Bergh e.a. (red.), *Financiering en belegging*, deel 20, Rotterdam 1997, p. 125-158
- Böttcher/Krömker (2003)*, L. Böttcher en M. Krömker, Das Risiko von Pflichtangeboten nach WpÜG bei fusionskontrollrechtlicher Anmeldepflicht, *DB* 2003, p. 1831-1833
- Boukema (1992)*, C.A. Boukema, Samenloop, Serie Monografieën Nieuw BW, deel A21, Deventer 1992
- Bouwes (1991)*, M.Tj. Bouwes, De 13e EG-richtlijn: het openbaar bod op aandelen, *NIBE-Bankjuridische Reeks*, deel 10, Amsterdam 1991
- Van de Braak (2002)*, J.L. van de Braak, Afgeleide schade bij de NV en BV: een rechtsvergelijking, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 465-471
- Bradley (1986)*, C. Bradley, Harmonising Take-over and Merger Regulations within the EEC, *The Company Lawyer* 1986, p. 131-138
- Brandi (2001)*, T.O. Brandi, Der Regierungsentwurf des Übernahmegesetzes (WpÜG), München 2001
- Bredow/Liebscher (2003)*, G.M. Bredow en F.-M. Liebscher, Befreiung vom Pflichtangebot nach WpÜG bei Selbstverpflichtung zur Durchführung eines Squeeze-out, *DB* 2003, p. 1368-1371
- Bröcker/Weisner (2003)*, N. Bröcker en A. Weisner, Übernahmeangebote, Köln 2003
- De Bruijn/Van Frederikslust (1994)*, D. de Bruijn en R.A.I. van Frederikslust, Financiële resultaten van fusies en acquisities, in: J.C.K.W. Bartel e.a., *Fusies en Acquisities*, Houten 1994, p. 99-122
- Brunner (1984)*, C.J.H. Brunner, Beginselen van samenloop, Serie privaatrechtelijke begrippen, deel 7, Arnhem 1984

- De Bruycker/Geudens (2001)*, J. De Bruycker en T. Geudens, De grensoverschrijdende aspecten van een overnamebieding, *Financieel Forum/Bank- en Financieel Recht* 2001, p. 139-149
- Bruyneel (1994)*, A. Bruyneel, Wagons-Lits... (Où en est la réglementation belge des OPA après l'arrêt du 10 mars 1994?), *Bank Fin.* 1994, p. 255-261
- Buijs (1989)*, D.C. Buijs, The next step in European Community Harmonization of Company Law: Regulation of Public Bids?, *LJIL* 1989, p. 107-114
- Buijs (1995)*, D.C. Buijs, ACF Holding; de verwerving van een beursvennootschap zonder openbaar bod, *TVVS* 1995, p. 275-276
- Buijs (1998/1)*, D.C. Buijs, Het wetsvoorstel beschermingsconstructies, in: D.C. Buijs en J. Wouters, Het wetsvoorstel beschermingsconstructies, Preadvis van de Vereniging 'Handelsrecht', Deventer 1998, p. 1-64
- Buijs (1998/2)*, D.C. Buijs, in: Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' van 13 maart 1998 over het wetsvoorstel beschermingsconstructies naar aanleiding van de preadviezen van D.C. Buijs en J. Wouters, Deventer 1998, p. 120-122
- Buijs (1998/3)*, D.C. Buijs, Groningen 1998: 'Corporate Governance voor juristen', *TVVS* 1998, p. 322-327
- Buijs (1999/1)*, D.C. Buijs, Nieuwsoverzicht, overzicht van actuele ontwikkelingen op juridisch terrein, *JutD* 1999/13, p. 2-4
- Buijs (1999/2)*, D.C. Buijs, De dertiende richtlijn 'inzake het vennootschapsrecht betreffende het overnamebod' bijna aanvaard, *NTER* 1999, p. 224-229
- Buijs (2000)*, D.C. Buijs, Boekbespreking van: G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, Gedragsregels inzake een openbaar bod op aandelen, Onderzoek in opdracht van het ministerie van Financiën en het ministerie van Economische Zaken naar het functioneren van Hoofdstuk I van het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975, Serie Onderneming en Recht, deel 16, Deventer 1999, *Ondernemingsrecht* 2000, p. 135-136
- Buijs (2001)*, D.C. Buijs, De dertiende richtlijn 'inzake het vennootschapsrecht betreffende het overnamebod' en het Europees Parlement, *NTER* 2001, p. 83-84
- Buijs (2002)*, D.C. Buijs, De Gucci-procedures zijn geschikt, PPR biedt de andere Gucci-aandeelhouders een exit, al is het op termijn, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 21-22
- Bundesministerium der Finanzen (2000)*, Bundesministerium der Finanzen, Diskussionsentwurf für ein Gesetz zur Regelung von Unternehmensübernahmen auf der Grundlage des gemeinsamen Standpunktes des Europäischen Rates zum Entwurf einer EU-Übernehmerichtlinie vom 19. Juni 2000 und der Empfehlungen der vom Bundeskanzler einberufenen Expertenkommission 'Unternehmensübernahmen' vom 17. Mai 2000, Bonn 29. Juni 2000, mede te kennen uit www.bundesfinanzministerium.de
- Burgiene (2002)*, D. Burgiene, Lithuania, in: D. Simeonov e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States, Old Woking 2002, p. 197-238

- Burkart/Panunzi (2003)*, M. Burkart en F. Panunzi, Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process, ECGI Working Paper Series in Law, No. 10/2003, June 2003, www.ecgi.org/wp
- Burns (2001)*, T. Burns, Untangling Madrid's takeover laws, FT 13 February 2001
- Button (2003)*, M. Button (ed.), A Practitioner's Guide to The City Code on Takeovers and Mergers 2003/2004, Old Woking 2003
- Byttebier (1993)*, K. Byttebier, Het vijandige overnamebod, Een vergelijkend onderzoek naar de wenselijkheid en haalbaarheid van het vijandige overnamebod als techniek van controleverwerving over beursgenoteerde vennootschappen, Antwerpen/Apeldoorn 1993
- Callens (1998)*, P. Callens, Openbaar bod: Interpretatiekwesties en bouwstenen voor een herziening, V&F 1998, p. 231-243
- De Cárdenas Smith (2001)*, C. de Cárdenas Smith, Spain, in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 455-491
- Carney (2000)*, W.J. Carney, Mergers and Acquisitions, New York 2000
- Carreau/Letreguilly (1999)*, D. Carreau en H. Letreguilly, Offres publiques d'acquisition: les réformes apportées par le nouveau règlement général du Conseil des Marchés Financiers (CMF), Rev. soc. 1999, p. 687-712
- Carreau/Martin (1992)*, D. Carreau en J.-Y. Martin, La réforme du régime juridique des offres publiques, Rev. soc. 1992, p. 451-463
- CBF-jaarverslag ([jaar])*, Commissie voor het Bank- en Financiewezen, Jaarverslag [jaar], Brussel [jaar], ook te kennen uit www.cbfa.be
- CFA-Commentaar (2000)*, Commissie voor Fusieaangelegenheden, onder redactie van J.B.A. Hoyinck, Fusiegedragsregels 1975, Commentaar, Den Haag 2000
- Chang/Mayers (1995)*, S. Chang en D. Mayers, Who benefits in an Insider Negotiated Block Trade, UCR Working Paper 1995, Riverside 1995
- Charlesworth/Morse (1999)*, Charlesworth & Morse, Company Law, general editor: G. Morse, London 1999
- Clark (1986)*, R.C. Clark, Corporate Law, Boston/Toronto 1986
- Clarke (1999)*, B. Clarke, Takeovers and Mergers Law in Ireland, Dublin 1999
- Clausen/Sørensen (1998)*, N.J. Clausen en K.E. Sørensen, Takeover Bids, The Danish, Norwegian and Swedish Regulation to be challenged by the 13th Company Law Directive, Copenhagen 1998
- Clausen/Sørensen (1999)*, N.J. Clausen en K.E. Sørensen, The Regulation of Takeover Bids in Europe: The Impact of the Proposed 13th EC Company Law Directive on the Present Regulation in the EU Member States, ICCLJ 1999, p. 169-218
- Cliffe Dekker (2003)*, Cliffe Dekker, Corporate Finance/M&A - South Africa, Johannesburg 2003
- Clifford Chance (2000)*, Clifford Chance, Takeover Bids in Spain, London 2000
- Clifford Chance (2002)*, Clifford Chance, New Rules for Takeovers of PRC Listed Companies, Hong Kong 2000

- Clifford Chance (2003)*, Clifford Chance, Asian M&A, Hong Kong 2003
- CMF-rapport d'activité ([jaar])*, Conseil des Marchés Financiers, Rapport d'activité [jaar], Paris [jaar], ook te kennen uit www.cmf-france.org; www.amf-france.org
- CNMV-Annual Report ([jaar])*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Annual Report [jaar], Madrid [jaar], ook te kennen uit www.cnmv.es
- Coffee (1999)*, J.C. Coffee, The Future as History: The Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications, N.U.L.Rev. 1999, p. 641-708
- Coffee (2000)*, J.C. Coffee, The Rise of Dispersed Ownership: The Role of Law in the Separation of Ownership and Control, Columbia Law and Economics Working Paper No. 182, New York 2000
- Commissie Harmonisatie Vennootschapsrecht (1989)*, Commissie Harmonisatie Vennootschapsrecht van de Sociaal-Economische Raad, Advies van 17 november 1989 inzake het Voorstel voor een dertiende richtlijn van de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbaar aanbod tot koop of ruil d.d. 19 januari 1989, in: SER-advies 1990/18, p. 49-53
- Commissie industrie, externe handel, onderzoek en energie (2003)*, Commissie industrie, externe handel, onderzoek en energie, Advies van 30 april 2003 aan de Commissie juridische zaken en interne markt inzake het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, 2002/0240 (COD), www.europa.eu.int/institutions/parliament/index_nl.htm
- Commissie De Kluiver (2004)*, Expertgroep Vereenvoudiging en Flexibilisering van het BV-recht (Commissie De Kluiver), Vereenvoudiging en flexibilisering van het Nederlandse BV-recht, Rapport van de expertgroep ingesteld door de Minister van Justitie en de Staatssecretaris van Economische Zaken, Den Haag 6 mei 2004, www.justitie.nl; www.flexbv.ez.nl (nog te verschijnen in de Serie vanwege het Van der Heijden Instituut)
- Commissie Peters (1997)*, Commissie Corporate Governance (Commissie Peters), Corporate Governance in Nederland, De Veertig Aanbevelingen, Aanbevelingen voor goed bestuur, adequaat toezicht en het afleggen van verantwoording, Amsterdam 1997
- Commissie Tabaksblat (2003)*, Commissie corporate governance (Commissie Tabaksblat), De Nederlandse corporate governance code, Beginselen van deugdelijk ondernemingsbestuur en best practice bepalingen, Den Haag 9 december 2003 (ook aangeduid als Code Tabaksblat)
- Commissie Vennootschapsrecht (1973)*, Commissie Vennootschapsrecht, Rapport van 15 oktober 1973 over bescherming van belangen van minderheidsaandeelhouders bij het doen van biedingen op aandelen, in: J.M.M. Maeijer (red.), met medewerking van M.J.E.W. Meijer-Kemps, Bundel Naamloze en Besloten Vennootschap (losbl.), Deventer, p. VIIa-21-27
- Commissie werkgelegenheid en sociale zaken (2003)*, Commissie werkgelegenheid en sociale zaken, Advies van 20 februari 2003 aan de Commissie juridische zaken en interne markt inzake het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement

- en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, 2002/0240 (COD), www.europa.eu.int/institutions/parliament/index_nl.htm
- Commissie Winter (2002)*, The High Level Group of Company Law Experts (Winter Committee), Report on Issues Related to Takeover Bids, Brussels 10 January 2002, ook te kennen uit www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/index.htm
- Company Law Review Steering Group (2001)*, The Company Law Review Steering Group, Modern Company Law for a Competitive Economy, Final Report, London July 2001, www.dti.gov.uk
- Consob-Annual Report ([jaar])*, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Annual Report [jaar], Rome [jaar], ook te kennen uit www.consob.it
- Consob-Newsletter ([jaar/nr.])*, Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Newsletter [datum], Rome [jaar], ook te kennen uit www.consob.it
- Consultatiedocument moderne communicatiemiddelen en de AVA (2003)*, Minister van Justitie, Consultatiedocument Moderne communicatiemiddelen en de algemene vergadering van aandeelhouders, Den Haag 2003
- Consultatiedocument verplicht bod (2002)*, Minister van Economische Zaken, minister van Financiën en minister van Justitie, Invoering verplicht openbaar bod in Nederland, Den Haag 30 januari 2002
- Cools/Le Grand (2002)*, C. Cools en J.B. le Grand, Waardering van ondernemingen, in: Bartel e.a. (red.), *Fusies & Acquisities*, Dordrecht 2002, p. 200-224
- Coopers & Lybrand (1990)*, Coopers & Lybrand, Effects of 'Bangemann-Proposals' on barriers to takovers in the European Community, z.pl. 12 november 1990
- Cornelis/Grenson (1997)*, L. Cornelis en C. Grenson, Private overdracht van controleparticipaties, in: K. Byttebier en R. Feltkamp (red.), *De regulering van het beursapparaat*, Reeks Financieuzen nu en morgen, deel 4, Brugge 1997, p. 29-71
- Cozian/Viandier/Deboissy (2003)*, M. Cozian, A. Viandier en F. Deboissy, *Droit des sociétés*, Paris 2003
- Von der Crone (1997)*, H.C. von der Crone, Angebotspflicht, in: P. Nobel e.a., *Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel*, Sondernummer BEHG, SZW 1997, p. 44-61
- Daigre (1990)*, J.-J. Daigre, The Regulation of public takeover bids and offers of exchange and anti-P.T.B. and P.O.E. mechanisms in France, in: J.M.M. Maeijer en K. Geens, *Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market*, Dordrecht/Boston/London 1990, p. 91-112
- Daigre (2001)*, J.-J. Daigre, Nouvelles régulations économiques, Aspects de droit des marchés financiers, *Rev. soc.* 2001, p. 617-632
- Daines (2001)*, R. Daines, Does Delaware Law Improve Firm Value?, *JFE*, 2001, p. 525-558
- Daeniker (1998)*, D. Daeniker, *Swiss Securities Regulation, An Introduction to the Regulation of the Swiss Financial Market*, Zürich 1998

- Dauner Lieb/Lamandini (2002)*, B. Dauner Lieb en M. Lamandini, The new proposal of a directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field, A study commissioned at the request of the Committee on Legal Affairs and the Internal Market of the European Parliament, Brussels 9 December 2002
- Davies (2002/1)*, P.L. Davies, The Notion of Equality in European Take-Over Regulation, London 2002
- Davies (2002/2)*, P.L. Davies, Introduction to Company Law, Oxford 2002
- Dědič/Bučková (1998)*, J. Dědič en I. Bučková, Das Übernahmerecht und die Meldepflicht in Tschechien, Forschungsinstitut für Mittel- und Osteuropäisches Wirtschaftsrecht (FOWI), Wien 1998
- Delahaut (1999)*, P. Delahout, La doctrine de la Commission bancaire et financière en matière de changement de contrôle des entreprises après l'affaire "Société Générale de Belgique", DAOR 1999, p. 33-62
- DeMott (1983)*, D.A. DeMott, Current Issues in Tender Offer Regulation: Lessons from the British, N.Y.U.L.Rev. 1983, p. 945-1029
- Demoulin (2003)*, C. Demoulin, Takeovers and mergers in Spain: A few lessons from the ACS-Dragados merger, z.pl. 2003, www.mergermarket.com
- Diemer/Hasselbach (2000)*, F. Diemer en K. Hasselbach, Öffentliche Übernahmeangebote in Italien, NZG 2000, p. 824-830
- Van Dijk (2002)*, J.M. van Dijk, Wet toezicht effectenverkeer 1995, in: J.H. Nieuwenhuis e.a. (red.), Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht, Deventer 2002, p. 845-987
- Djingov, Gouginski, Kyutchukov & Velichkov (2000)*, Djingov, Gouginski, Kyutchukov & Velichkov, Mandatory Tender Procedure for Majority Shareholders, Bulgaria (z.pl.) 2000
- Donker (2001)*, H.A. Donker, Takeovers, An Empirical Study of Ownership Structure and the Wealth to Shareholders in Dutch Takeovers, Center for Economic Research, Tilburg University, Amsterdam 2001
- Doorman (2001)*, A. Doorman, 'Not a penny for minority investors', Ondernemingsrecht 2001, p. 365-368
- Doorman (2002)*, A. Doorman, Het buigzame gelijkheidsbeginsel, Ondernemingsrecht 2002, p. 199-206
- Dorhout Mees (1933)*, T.J. Dorhout Mees, Statuten van naamloze vennootschappen, Haarlem 1933
- Dortmond (2003)*, P.J. Dortmond, Extra verplichtingen voor aandeelhouders, Ondernemingsrecht 2003, p. 333-336
- Drayton (1999)*, P. Drayton, EU Takeover Directive, Possible effects on the UK, PLC July 1999, p. 14
- DTI (1990)*, The Department of Trade and Industry, Barriers to Takeovers in the European Community, A consultative Document, London 1990

- Duk (2000)*, R.A.A. Duk, Onvriendelijke overname en ondernemingsraad, in: J.B. Huizink e.a. (red.), A-T-D, Opstellen aangeboden aan Prof. mr. P. van Schilf-gaarde, Deventer 2000, p. 73-80
- Dürig (1999)*, M. Dürig, Kollisionsrechtliche Anknüpfung bei öffentlichen Übernahmegeboten, RIW 1999, p. 746-750
- Van Dyck (2000)*, S. Van Dyck, De opportuniteit van het gedwongen bod, Jura Falconis 1999-2000, nr. 1, p. 1-29
- Easterbrook/Fischel (1982)*, F. Easterbrook en D.R. Fischel, Corporate Control Transactions, Yale L.J. 1982, p. 698-737
- EBK-Jahresbericht ([jaar])*, Eidgenössische Bankenkommission, Jahresbericht [jaar], Bern [jaar], ook te kennen uit www.ebk.admin.ch
- Economische en Monetaire Commissie (2003/1)*, Economische en Monetaire Commissie, Advies van 20 november 2003 aan de Commissie juridische zaken en interne markt inzake het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, 2002/0240 (COD), www.europa.eu.int/institutions/parliament/index_nl.htm
- Economische en Monetaire Commissie (2003/2)*, Economische en Monetaire Commissie, Advies van 1 december 2003 aan de Commissie juridische zaken en interne markt inzake het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, 2002/0240 (COD), www.europa.eu.int/institutions/parliament/index_nl.htm
- Economisch en Sociaal Comité (1989)*, Economisch en Sociaal Comité, advies van 27 september 1989 over het voorstel voor een dertiende richtlijn van de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbare aanbod tot aankoop of ruil, PbEG 1989, C 298/57
- Economisch en Sociaal Comité (1996)*, Economisch en Sociaal Comité, advies van 11 juli 1996 over het 'Voorstel voor een dertiende richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende overnamebiedingen', PbEG 1996, C 295/1
- Economisch en Sociaal Comité (2003)*, Europees Economisch en Sociaal Comité, advies van 14 mei 2003 over het 'Voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod', PbEG 2003, C 208/55
- Edwards (1999)*, V. Edwards, EC Company Law, Oxford 1999
- Eisma (1998/1)*, S.E. Eisma, Wetsontwerp beschermingsconstructies ingediend (I) en (II, slot), WPNR 1998/6300, p. 83-86; WPNR 1998/6301, p. 97-102
- Eisma (1998/2)*, S.E. Eisma, in: Verslag van de vergadering van de Vereeniging 'Handelsrecht' van 13 maart 1998 over het wetsvoorstel beschermingsconstructies naar aanleiding van de preadviezen van D.C. Buijs en J. Wouters, Deventer 1998, p. 119-120

- Eisma (2000)*, S.E. Eisma, Vennootschapsrecht versus effectenrecht, in: J.B. Huizink e.a. (red.), A-T-D, Opstellen aangeboden aan Prof. mr. P. van Schilfgaarde, Deventer 2000, p. 81-87
- Eisma (2001)*, S.E. Eisma, in: Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' van 29 september 2000 over de Implementatie van de Dertiende Richtlijn naar aanleiding van de preadviezen van L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Deventer 2001, p. 114-116
- Eisma (2002)*, S.E. Eisma, Sancties en geschillen, in: S.E. Eisma (red.), Leerboek Effectenrecht, Nijmegen 2002, p. 277-299
- Van der Elst (1999)*, C. Van der Elst, Overnamereglementering en de ontwikkelingen in de Belgische aandeelhoudersstructuur, Working Paper Series van het Financial Law Institute, deel 1995-5, Gent 1999, ook te kennen uit www.law.rug.ac.be/fli
- Van der Elst (2000)*, C. Van der Elst, The Equity Markets, Ownership Structures and Control: Towards an International Harmonisation?, Working Paper Series van het Financial Law Institute, deel 2000-4, Gent 2000, ook te kennen uit www.law.rug.ac.be/fli
- Van der Elst (2001)*, C. Van der Elst, Aandeelhouderschap van beursgenoteerde vennootschappen, Economisch-juridische analyse in België en Europa, Brussel 2001
- Enriques (2003)*, L. Enriques, The Mandatory Bid Rule in the Proposed EC Takeover Directive: Harmonization As Rent-Seeking?, ECGI Working Paper Series in Law, No. 07/2003, March 2003, www.ecgi.org/wp
- Euronext (2002)*, Euronext Amsterdam, Reactie op het Consultatiedocument verplicht bod (2002), Amsterdam 8 april 2002
- Europees Parlement (1990)*, Europees Parlement, Wetgevingsresolutie van 17 januari 1990 houdende advies inzake het voorstel van de Commissie aan de Raad voor een dertiende richtlijn van de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbare aanbod tot aankoop of ruil, PbEG 1990, C 38/41
- Europees Parlement (1997)*, Europees Parlement, Wetgevingsresolutie van 26 juni 1997 houdende advies inzake het voorstel voor een dertiende richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende overnamebiedingen, PbEG 1997, C 222/20
- Europees Parlement (2000/1)*, Commissie juridische zaken en interne markt van het Europees Parlement, Ontwerpaanbeveling van 27 september 2000 voor de tweede lezing betreffende het gemeenschappelijk standpunt, door de Raad vastgesteld met het oog op de aanneming van de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbaar overnamebod, 1995/0341 (COD), www.europa.eu.int/institutions/parliament/index_nl.htm
- Europees Parlement (2000/2)*, Commissie juridische zaken en interne markt van het Europees Parlement, Aanbeveling van 29 november 2000 voor de tweede lezing betreffende het gemeenschappelijk standpunt, door de Raad vastgesteld met het oog op de aanneming van de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbaar overnamebod, 1995/0341 (COD), www.europa.eu.int/institutions/parliament/index_nl.htm

- Europees Parlement (2000/3)*, Europees Parlement, Wetgevingsresolutie van 13 december 2000 betreffende het gemeenschappelijk standpunt, door de Raad vastgesteld met het oog op de aanneming van de richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het openbaar overnamebod, 1995/0341 (COD), www.europa.eu.int/institutions/parliament/index_nl.htm
- Europees Parlement (2003/1)*, Europees Parlement, Ontwerpwetgevingsresolutie van 8 december 2003 over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, 2002/0240 (COD), www.europa.eu.int/institutions/parliament/index_nl.htm
- Europees Parlement (2003/2)*, Europees Parlement, Wetgevingsresolutie van 16 december 2003 over het voorstel voor een richtlijn van het Europees Parlement en de Raad betreffende het openbaar overnamebod, 2002/0240 (COD), www.europa.eu.int/institutions/parliament/index_nl.htm
- Europese Commissie (1977)*, European Commission, Recommendation regarding rules on mandatory bids, 77/534 OJ L 212 08/08/77, Code No. 17
- Europese Commissie (1985)*, European Commission, Completing the Internal Market, White Paper of 14 June 1985 to the European Council, COM (85) 310 final
- Falkena (2002)*, B. Falkena, Beursovername en Voorwetenschap, TvE 2002, p. 95-101
- Financial Times (1998)*, auteur onbekend, Premium prices, FT 5 March 1998
- Financial Times (2001)*, auteur onbekend, Westfield/Rodamco, FT 1 October 2001
- FitzGerald (2001)*, E. FitzGerald, Ireland, in: Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 279-316
- FNV (2002)*, Federatie Nederlandse Vakbeweging, Reactie op het Consultatiedocument verplicht bod (2002), Amsterdam 4 april 2002
- Forschbach (1990)*, T. Forschbach, L'offre publique obligatoire, RDBB 1990, p. 179-190
- Forstinger (2002)*, C.M. Forstinger, Takeover Law in the EU and the USA: A Comparative Analysis, European Monographs, The Hague/London/New York 2002
- Forstmoser/Meier-Hayoz/Nobel (1996)*, P. Forstmoser, A. Meier-Hayoz en P. Nobel, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996
- Forum Europaeum Konzernrecht (1998)*, Forum Europaeum Konzernrecht, Konzernrecht für Europa, ZGR 1998, p. 672-772
- Foye/Lontings (1993)*, P.J. Foye en D. Lontings, Accor/Wagon-Lits takeover: the saga continues, IFLR 1993, p. 24-27
- Franceschelli (1990)*, R. Franceschelli, Public takeover bids in Italy, in: J.M.M. Maeijer en K. Geens, Defensive Measures against Hostile Takeovers in the Common Market, Dordrecht/Boston/London 1990, p. 161-171

- Francis (2001)*, J. Francis, The Takeover Directive, in: M. Button (ed.), A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers, Old Woking 2001, p. 269-282
- Fraser (1970)*, I.J. Fraser, The Panel on Take-overs and Mergers, Voluntary Regulation of the Securities Market in London, TVVS 1970, p. 79-86
- Frederikslust/Van der Wal/Westdijk (2000)*, R.A.I. van Frederikslust, V. van der Wal en H. Westdijk, Effecten van fusies en acquisities op aandelenrendementen: theorie en empirie, MAB 2000, p. 264-284
- Frei (1996)*, S.N. Frei, Öffentliche Übernahmeangebote in der Schweiz, Bank- und finanzwirtschaftliche Forschungen, Band 214, Stuttgart/Wien 1996
- Freshfields (2002)*, Freshfields, M&A in Japan, Tokyo 2002
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2002/1)*, Freshfields Bruckhaus Deringer, New Issues, London July 2002
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2002/2)*, Freshfields Bruckhaus Deringer, The Indian Takeover Code, London 2002
- Freshfields Bruckhaus Deringer (2002/3)*, Freshfields Bruckhaus Deringer, New Takeover Code in Singapore, London 2002
- FSA (2001)*, Financial Services Authority (FSA), Endorsement of the City Code on Takeovers and Mergers and the Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares, Consultation Paper 87, London 2001, ook te kennen uit www.fsa.gov.uk
- Fuchs (2002)*, K. Fuchs, Das österreichische Übernahmerecht im Überblick/The Austrian Takeover Law at a glance, in: S. Schuster en C. Zschocke (Hrsg.), Übernahmerecht/Takeover Law, Frankfurt am Main 2002, p. 147-155
- Gajo (1997/1)*, M. Gajo, Verknüpfung von DAX und Übernahmekodex, AG-Report 1997, p. 420
- Gajo (1997/2)*, M. Gajo, Überarbeitung des freiwilligen Übernahmekodex, AG-Report 1997, p. 487-488
- Gajo (1997/3)*, M. Gajo, Das neue Börsengesetz der Schweiz, AG 1997, p. 168-176
- Le Gall/Morel (1992)*, J.-P. Le Gall en P. Morel, French Company Law, Paris 1992
- Gearing (2003)*, M. Gearing, Provisions applicable to all offers, Partial Offers and Redemption or Purchase by a Company of its own Shares, in: M. Button (ed.), A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers, Old Woking 2003, p. 165-194
- Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1977)*, Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Koninklijke Notariële Broederschap en de Nederlandse Orde van Advocaten, Rapport van mei 1977 inzake het rapport betreffende overnemingen en andere biedingen, opgesteld door Prof. Robert R. Pennington, Den Haag 1977
- Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (1998)*, Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, Rapport van 21 augustus 1998, Commentaar en vraagpunten met betrekking tot het vierde voorstel voor een 13de Richtlijn van het

- Europees Parlement en de Raad (d.d. 11 november 1997) inzake het vennootschapsrecht betreffende overnamebiedingen, Den Haag 1998
- Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/1)*, Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, Brief van 7 augustus 2000 inzake de vrijstelling van de biedplicht krachtens de dertiende EG-Richtlijn voor aandeelhouders die een controlerend belang houden op het moment dat de Richtlijn van kracht wordt, Den Haag 2000
- Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht (2000/2)*, Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie, Rapport van 7 augustus 2000, Voorbereiding van een wetsvoorstel inzake openbare biedingen krachtens de dertiende EG-Richtlijn ter harmonisering van het vennootschapsrecht, Den Haag 2000
- Geens (1990/1)*, K. Geens, De wijziging van controle in een vennootschap die een openbaar beroep op het spaarwezen heeft gedaan, Hoofdstuk III van het De Benedetti-KB van 8 november 1989, TRV 1990, p. 102-119
- Geens (1990/2)*, K. Geens, Fusie of openbaar bod?, Over de keuze van het overname-instrument en de bescherming van de betrokken belangen, Bank Fin. 1990, p. 445-453
- Geens (2000)*, K. Geens, Overzicht van rechtspraak, Vennootschappen, 1992-1998, TPR 2000, p. 504-530
- Geibel/Süßmann (2002)*, S. Geibel en R. Süßmann (Hrsg.), Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Kommentar, München 2002
- Gepken-Jager (2003)*, E.E.G. Gepken-Jager, Doorbraak van de tegenstrijdig belang-regeling?, in: H.E. Boschma e.a., LT, Verzamelde 'Groninger' opstellen aangeboden aan Vito Timmerman, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 44, Deventer 2003, p. 87-99
- Van Gerven (1988)*, W. Van Gerven, De overneming van vennootschappen naar Belgisch recht, De rol van de Bankcommissie, in: H.J.M.N. Honée e.a. (red.), Van vennootschappelijk belang (opstellen aangeboden aan J.M.M. Maeijer), Zwolle 1988, p. 41-49
- Van Gerven (1990)*, D. Van Gerven, Het openbaar bod op stemrechtverlenende en daarmee gelijkgestelde effecten: de nieuwe procedure doorgelicht, TRV 1990, p. 141-174
- Van Gerven (2000)*, D. Van Gerven, Het K.B. van 21 april 1999 tot wijziging van het Overname-K.B. van 8 november 1989 en de Dertiende Richtlijn inzake openbare overnameaanbiedingen, TRV 2000, p. 125-147
- Gide Loyrette Nouel (2000)*, Gide Loyrette Nouel, Takeover Bids in France, Paris 2000
- Gilson/Black (1995)*, R.J. Gilson en B.S. Black, The Law and Finance of Corporate Acquisitions, New York 1995
- Van Ginneken (2001)*, M.J. van Ginneken, De OESO Corporate Governance Beginselen door aandeelhouders gezien, Ondernemingsrecht 2001, p. 157-163

- Godden (1990)*, R. Godden, The Takeover Code's application to unlisted companies, The Law Society's Gazette, 1990/8, p. 32-33
- Goldman Sachs (2000)*, Goldman Sachs, European Takeover Regulations, London 2000
- Gómez-Acebo & Pombo (2003)*, Gómez-Acebo & Pombo, Significant Changes to Tender Offer Regime Expected, Spain (z.pl.) 2003
- Gompers/Ishii/Metrick (2003)*, P.A. Gompers, J.L. Ishii en A. Metrick, Corporate Governance and Equity Prices, Harvard NOM Working Paper No. 03-19; Q.J.E. 2003, p. 107-155
- Goodmans (2001)*, Goodmans, Acquisitions of Canadian public companies, Canada (z.pl.) 2001
- Gower (1997)*, Gower's Principles of Modern Company Law, by P.L. Davies, with a contribution from D.D. Prentice, London 1997
- Gower/Davies (2003)*, Gower and Davies' Principles of Modern Company Law, by P.L. Davies, London 2003
- Grace/Early (1998)*, E. Grace en U. Earley, The Irish Takeover Panel, JIBL 1998, p. 146-148
- Van der Grinten (1992)*, W.C.L. van der Grinten, Minderheidsrechten, Maandblad NV 1992, p. 271-275
- Van der Grinten/Kortmann (1996/1)*, W.C.L. van der Grinten en S.C.J.J. Kortmann, De Wet toezicht effectenverkeer (Wte), in: W.C.L. van der Grinten e.a., Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met de effectenregelgeving, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 51, Deventer 1996, p. 1-20
- Van der Grinten/Kortmann (1996/2)*, W.C.L. van der Grinten en S.C.J.J. Kortmann, De Wet toezicht beleggingsinstellingen (Wtb), in: W.C.L. van der Grinten e.a., Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met de effectenregelgeving, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 51, Deventer 1996, p. 21-30
- Groom (2004)*, B. Groom, Wella rebels should get their day in court, FT 10 February 2004
- De Groot (2003)*, J. de Groot, De pakketvergoeding beschenen met het licht van benefits of control en agency problemen, Ondernemingsrecht 2003, p. 518-526
- Groß (1996)*, W. Groß, Übernahmekodex für öffentliche Übernahmeangebote: Anerkennung und Rolle des begleitenden Wertpapierdienstleistungsunternehmens, DB 1996, p. 1909-1914
- Gruber (1996)*, M. Gruber, Die Pflicht zum Übernahmeangebot im neuen Börsengesetz, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 168, Zürich 1996
- Grundmann-van de Krol (2001/1)*, C.M. Grundmann-van de Krol, Reikwijdte artikel 6a Wte 1995: begrip 'geregeld verhandeld in Nederland', Ondernemingsrecht 2001, p. 494-497

- Grundmann-van de Krol (2001/2)*, C.M. Grundmann-van de Krol, Europees paspoort voor uitgevende instellingen, Problematiek 'besloten kring' ten einde?, TvE 2001, p. 125-129
- Grundmann-van de Krol (2002/1)*, C.M. Grundmann-van de Krol, Het bemiddelingsverbod van artikel 32a Bte 1995, TvE, 2002, p. 139-142
- Grundmann-van de Krol (2002/2)*, C.M. Grundmann-van de Krol, Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht, Den Haag 2002
- Grundmann-van de Krol (2004/1)*, C.M. Grundmann-van de Krol, Koersen door het effectenrecht, Beschouwingen omtrent Nederlands effectenrecht, Serie Center for Company Law, Den Haag 2004
- Grundmann-van de Krol (2004/2)*, C.M. Grundmann-van de Krol, Publicatieverplichtingen voor effectenuitgevende instellingen: wijziging van de Wte 1995 zoals voorgesteld in het consultatievoorstel Wet toezicht financiële verslaggeving, Ondernemingsrecht 2004, p. 88-91
- Grundmann-van de Krol/Te Niet (2000)*, C.M. Grundmann-van de Krol en H.A.J.P. te Niet, Beleggen, deelnemen en ondernemen, in: P.H.J. Essers e.a. (red.), Verkenningen op de grens van burgerlijk recht en belastingrecht, Opstellen over (fiscaal) ondernemingsrecht, erfrecht en insolventierecht, Serie Center for Company Law, Deventer 2000, p. 109-127
- Grunewald (1989)*, B. Grunewald, Was bringt der Vorschlag einer 13. EG-Richtlinie über Übernahmeangebote für das deutsche Recht?, WM 1989, p. 1233-1239
- Grunewald (1991)*, B. Grunewald, Der geänderte Vorschlag einer 13. EG-Richtlinie betreffend Übernahmeangebote, WM 1991, p. 1361-1366
- Grunewald (2000)*, B. Grunewald, Europäisierung des Übernahmerechts, in: Vorträge des 13. Bonner Europa-Symposiums (Festsymposium zu Ehren von M. Lutter), Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht, Bonn 2000, p. 42-53
- Gugler (2001)*, K. Gugler (ed.), Corporate Governance and Economic Performance, New York 2001
- Guyon (2003)*, Y. Guyon, Droit des Affaires, Tome 1, Droit commercial général et Sociétés, Paris 2003
- Haarmann (2002)*, W. Haarmann, Gegenleistung, in: W. Haarmann, K. Riehmer en M. Schüppen (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Heidelberg 2002, p. 494-546
- Haarmann/Riehmer/Schüppen (2002)*, W. Haarmann, K. Riehmer en M. Schüppen (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Heidelberg 2002
- Hamilton (2000)*, R.W. Hamilton, The Law of Corporations, St. Paul 2000
- Hansen (1999)*, H. Hansen, Die Schweizer Börse, AG-Report 1999, p. 39-40
- Hansmann/Kraakman (2002)*, H. Hansmann en R. Kraakman, Toward a Single Model of Corporate Law?, in: J.A. McCahery e.a. (ed.), Corporate Governance Regimes, Convergence and Diversity, Oxford 2002, p. 56-82

- Harbarth (2002)*, S. Harbarth, Kontrollerlangung und Pflichtangebot, ZIP 2002, p. 321-332
- Harles (2001)*, G. Harles, Luxembourg, in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 367-380
- Harvey e.a. (2001)*, N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001
- Ten Have (2002)*, R.P. ten Have, Ongerechtvaardigde verwachtingen, Ondernemingsrecht 2002, p. 320-324
- Van der Heijden/Van der Grinten (1992)*, E.J.J. van der Heijden, Handboek voor de naamloze en de besloten vennootschap, bewerkt door W.C.L. van der Grinten, met medewerking van H.J.M.N. Honée en Th.C.M. Hendriks-Jansen, Zwolle 1992
- Heinle (2001)*, D.C. Heinle, City Code und Übernahmekodex, Eine Rechtsvergleichung, Europäische Hochschulschriften: Reihe 2, Frankfurt am Main 2001
- Hellemans/Wauters (2002)*, F. Hellemans en M. Wauters, Het wetboek van vennootschappen gewijzigd door de wetten van 2 augustus en 4 september 2002: een overzicht, TRV 2002, p. 475-502
- Hengeler Mueller (2003)*, Hengeler Mueller, The Admissibility of Conditions in Takeover Bids, Frankfurt am Main 2000
- Hengeler Mueller Weitzel Wirtz (2000)*, Hengeler Mueller Weitzel Wirtz, Finance Ministry Tightens Takeover Regulation, Frankfurt am Main 2000
- Henn (2002)*, G. Henn, Handbuch des Aktienrechts, Heidelberg 2002
- Hergüner (2002)*, Ü. Hergüner, Turkey, in: D. Simeonov e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States, Old Woking 2002, p. 417-445
- Hermans (2002)*, R.M. Hermans, Uitkoop en het recht om uitgekocht te worden onder de dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 2002, p. 497-503
- HFD (2002/1)*, auteur onbekend, Hoogte bod op Provimi zet aandeelhouders aan het denken, HFD 13 augustus 2002
- HFD (2002/2)*, auteur onbekend, Provimi-beleggers schakelen toezichthouder in na bod, HFD 23 augustus 2002
- HFD (2003/1)*, auteur onbekend, Bolkestein moet buigen bij overnamerichtlijn, HFD 28 november 2003
- HFD (2003/2)*, auteur onbekend, Emissie redt Hagemeyer van afgrond, HFD 10 december 2003
- HFD (2004)*, auteur onbekend, Numico legt wal aan tegen 'sluipende' overnames, HFD 16 april 2004
- Hijmans van den Bergh (2001)*, L.J. Hijmans van den Bergh, in: Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' van 29 september 2000 over de Implementatie van de Dertiende Richtlijn naar aanleiding van de preadviezen van L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Deventer 2001, p. 107-108, 123-125

- Hijmans van den Bergh (2002)*, L.J. Hijmans van den Bergh, Vennootschappelijke sancties in het effectenrecht, in: B.M. van Beek e.a., Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, Deventer 2002, p. 135-145
- Hijmans van den Bergh (2003)*, L.J. Hijmans van den Bergh, Grensoverschrijdende openbare biedingen, in: L.J. Hijmans van den Bergh e.a., Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 40, Deventer 2003, p. 3-16
- Hijmans van den Bergh/Van Solinge (2000)*, L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Implementatie van de Dertiende Richtlijn, een terreinverkenning, Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht' Deventer 2000
- Hill (1957)*, A. Hill, The Sale of Controlling Shares, Harv.L.Rev. 1957, p. 986-1039
- Hirsch (1997)*, A. Hirsch, The Swiss Takeover Board, in: P. Nobel e.a., Das Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Sondernummer BEHG, SZW 1997, p. 71-77
- Hirsch/Hertig (1992)*, A. Hirsch en G. Hertig, Comments on Defensive Measures, the Regulation of Multinational Offerings and Mandatory Bids, in: K.J. Hopt en E. Wymeersch (red.), European Takeovers, Law and Practice, London 1992, p. 430-438
- Högfeldt (1993/1)*, P. Högfeldt, The Mandatory Bid Rule, An Analysis of British Self-Regulation and a Recent EC Proposal, in: P. Högfeldt, Essays in Corporate Finance, Stockholm 1993, p. 69-116
- Högfeldt (1993/2)*, P. Högfeldt, An Ex Ante Analysis of the Mandatory Bid Rule, in: P. Högfeldt, Essays in Corporate Finance, Stockholm 1993, p. 117-164
- Högfeldt (1993/3)*, P. Högfeldt, The Equal Bid Principle: An Analysis of the Thirteenth Council Takeover Directive of the European Community, in: P. Högfeldt, Essays in Corporate Finance, Stockholm 1993, p. 165-190
- Hommelhoff/Kleindiek (1990)*, P. Hommelhoff en D. Kleindiek, Takeover-Richtlinie und europäisches Konzernrecht, AG 1990, p. 106-111
- Hommelhoff/Witt (2002)*, P. Hommelhoff en C.-H. Witt, Pflichtangebote; Rechtsverlust, in: W. Haarmann, K. Riehmer en M. Schüppen (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Heidelberg 2002, p. 642-728, 836-851
- Honée (1997)*, H.J.M.N. Honée, Een vreemde eend in de bijt, Maandblad NV 1997, p. 183
- Honée (1998)*, H.J.M.N. Honée, Preferente aandelen: Financiering of bescherming van de vennootschap?, in: P.C. van den Hoek e.a., Corporate Governance voor juristen, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 30, Deventer 1998, p. 29-41
- Honée (2000)*, H.J.M.N. Honée, Het kabinet, beschermingsconstructies en de dertiende EG-richtlijn: wikken en wegen kan ook anders, Ondernemingsrecht 2000, p. 163-164

- Hopt (1992)*, K.J. Hopt, European Takeover Regulation: Barriers to and Problems of Harmonizing Takeover Law in the European Community, in: K.J. Hopt en E. Wymeersch (red.), *European Takeovers, Law and Practice*, London 1992, p. 165-191
- Hopt (1997)*, K.J. Hopt, Europäisches und deutsches Übernahmerecht, *ZHR* 1997, p. 368-420
- Hopt (1999)*, K.J. Hopt, Company Law in the European Union: Harmonisation and/or Subsidiarity? *ICCLJ* 1999, p. 41-61
- Hopt (2002)*, K.J. Hopt, Common Principles of Corporate Governance in Europe?, in: J.A. McCahery e.a. (ed.), *Corporate Governance Regimes, Convergence and Diversity*, Oxford 2002, p. 175-204
- Hopt/Wymeersch (1992)*, K.J. Hopt en E. Wymeersch (red.), *European Takeovers, Law and Practice*, London 1992
- Houben (2000)*, E. Houben, Die Gestaltung des Pflichtangebotes unter dem Aspekt des Minderheitenschutzes und der effizienten Allokation der Unternehmenskontrolle, *WM* 2000, p. 1873-1883
- Hügel/Leitgeb (2000)*, H.F. Hügel en C. Leitgeb, "Creeping-in"-Verordnung: Eine Falle für (sonst) pflichtangebotsfreie Alt-Aktionäre, *ÖBA* 2000, p. 965-971
- Hurstel/Süß (1998)*, D. Hurstel en G. Süß, Reformansätze des französischen Übernahmerechts, *EuZW* 1998, p. 203-209
- Van den Ingh (1989)*, F.J.P. van den Ingh, De verplichting tot overname van niet vrij overdraagbare aandelen, *WPNR* 1989/5906, p. 136-138
- Van den Ingh (1991)*, F.J.P. van den Ingh, Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap, *Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut*, deel 35, Deventer 1991
- Van den Ingh (1994)*, F.J.P. van den Ingh, Intra-groepstransacties en de positie van minderheidsaandeelhouders, *Maandblad NV* 1994, p. 15-23
- Van den Ingh (2000)*, F.J.P. van den Ingh, Verslag van de discussie, in: A.F.J.A. Leijten e.a., *Conflicten rondom de rechtspersoon*, *Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut*, deel 62, Deventer 2000, p. 135
- Van den Ingh (2001)*, F.J.P. van den Ingh, in: Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' van 29 september 2000 over de Implementatie van de Dertiende Richtlijn naar aanleiding van de preadviezen van L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Deventer 2001, p. 102-103
- Van den Ingh (2002)*, F.J.P. van den Ingh, Stemrecht voor certificaathouders in beursgenoteerde vennootschappen, *Ondernemingsrecht* 2002, p. 82-87
- Van den Ingh (2003)*, F.J.P. van den Ingh, Met medewerking uitgegeven certificaten, *SV&V* 2003, p. 181-185
- Italianer/Tillema (2003)*, J. Italianer en A.J.P. Tillema, Het concept-wetsvoorstel Implementatie Richtlijn Marktmisbruik - Startschot voor een nieuw regime in Nederland, *Ondernemingsrecht* 2003, p. 430-439

- Jadek (2002)*, S. Jadek, Slovenia, in: D. Simeonov e.a., *A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States*, Old Woking 2002, p. 397-415
- Johnson (2002)*, J. Johnson, PPR falls 8% on fears over Gucci move, FT 16 July 2002
- Johnson/La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (2000)*, S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes en A. Shleifer, Tunneling, AER 2000, p. 22-27
- Johnston (1980)*, A. Johnston, *The City Take-over Code*, Oxford 1980
- De Jong (2001/1)*, A. de Jong, The Netherlands, in: K. Gugler (ed.), *Corporate Governance and Economic Performance*, New York 2001, p. 156-168
- De Jong (2001/2)*, C.B. de Jong, Het door Nederland vast te stellen percentage waarvan de overschrijding verplicht tot een openbaar overnamebod als bedoeld in artikel 5 lid 1 van de Dertiende EG-richtlijn, V&O 2001, p. 80-84
- De Jong/DeJong/Mertens/Wasley (2001)*, A. de Jong, D.V. DeJong, G. Mertens en C.E. Wasley, The Role of Self-Regulation in Corporate Governance: Evidence from the Netherlands, Simon School of Business Working Paper No. FR 00-20; ERIM Report Series No. 2001-87-F&A, 2001
- De Jong/Kabir/Marra/Röell (2001)*, A. de Jong, R. Kabir, T. Marra en A. Röell, Ownership and Control in the Netherlands, in: F. Barca en M. Becht (ed.), *The Control of Corporate Europe*, New York 2001, p. 188-206
- De Jong/Mertens/Roosenboom (2003)*, A. de Jong, G.M.H. Mertens en P.G.J. Roosenboom, Aandeelhoudersvergaderingen in Nederland 1998-2002, Rotterdam oktober 2003
- De Jong/Moerland (2002)*, A. de Jong en P.W. Moerland, Corporate governance, beschermingsconstructies en ondernemingsstrategie, in: Bartel e.a. (red.), *Fusies & Acquisities*, Dordrecht 2002, p. 315-333
- Jonsson (1997)*, T. Jonsson, The Swedish Self-Regulation System on Takeovers and Mergers, EFSL 1997, p. 264-274
- Juvara (2001)*, N. Juvara, Italy, in: N. Harvey e.a., *A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union*, Old Woking 2001, p. 317-365
- Kaisanlahti (1997)*, T. Kaisanlahti, The Finnish Perspective, in: E. Wymeersch (ed.), *The proposal for a 13th Company Law Directive on takeovers: a multi-jurisdiction survey* (2), EFSL 1997, p. 5-7
- Kallmeyer (1996)*, H. Kallmeyer, Der Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, AG 1996, p. 169-171
- Kallmeyer (1997/1)*, H. Kallmeyer, Die Mängel des Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZHR 1997, p. 435-454
- Kallmeyer (1997/2)*, H. Kallmeyer, Pflichtangebote nach dem Übernahmekodex und dem neuen Vorschlag 1997 einer Takeover-Richtlinie, ZIP 1997, p. 2147-2148
- Van Kampen/Van de Kraats (1995)*, M.W.J.M. van Kampen en B.P.J. van de Kraats, Grootaandeelhouderschap en aandelenrendement, ESB 1995, p. 534-537

- Kapteyn/VerLoren van Themaat* (2003), P.J.G. Kapteyn en P. VerLoren van Themaat, Het recht van de Europese Unie en van de Europese Gemeenschappen, bewerkt door R. Barents e.a., Deventer 2003
- Karatzas* (2001), Karatzas, Takeover Public Offer Regulations are Amended, Greece (z.pl.) 2001
- Karpoff/Malatesta* (1989), J.M. Karpoff en P.H. Malatesta, The Wealth Effects of Second-Generation State Takeover Legislation, JFE 1989, p. 291-322
- Kasche* (2002), M. Kasche, Übername börsennotierter Gesellschaften in Schweden, RIW 2002, p. 87-94
- Kemperink* (2002/1), G.N.H. Kemperink, Enquêterecht en overnamegeschillen, Ondernemingsrecht 2002, p. 236-243
- Kemperink* (2002/2), G.N.H. Kemperink, Fusies, overnames en medezeggenschapsrechten, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 39, Deventer 2002
- Kenyon-Slade* (2004), S. Kenyon-Slade, Mergers and Takeovers in the US and UK, Law and Practice, Oxford 2004
- Kiang/Won* (2000), M.L.H. Kiang en C.L. Won, Malaysia, in: M. Whalley en F.-J. Semler (ed.), International Business Acquisitions, The Hague/London/Boston 2000, p. 203-213
- Kiersch/Ter Huurne* (2001), E.D.G. Kiersch en G.M. ter Huurne, Het statuut van de Europese vennootschap, Ondernemingsrecht 2001, p. 183-190
- Kiesewetter* (2003), M. Kiesewetter, Befreiung vom Pflichtangebotsverfahren bei anschließendem Squeeze Out?, ZIP 2003, p. 1638-1641
- Kist/De Vries* (2003), T.O.N. Kist en K.A.J. de Vries, De dertiende richtlijn en de wankelende positie van minderheidsaandeelhouders, Een multidisciplinaire analyse van theorie en praktijk, Groningen 2003
- Kistler* (2001), P.M. Kistler, Die Erfüllung der (aktien- und börsenrechtlichen) Meldepflicht und Angebotspflicht durch Aktionärsgruppen, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 212, Zürich 2001
- Klavins & Slaidins* (2003), Klavins & Slaidins, Regulations on Acquisitions of Publicly Traded Stock, Latvia (z.pl.) 2003
- Klein/Coffee* (2000), W.A. Klein en J.C. Coffee, Business Organization and Finance, Legal and Economic Principles, New York 2000
- Klein/Stucki* (2001), C. Klein en D. Stucki, Öffentliche Übernahmeangebote (OPA/OPE) in Frankreich, RIW 2001, p. 488-493
- De Kluiver* (1996/1), H.J. de Kluiver, Machtsstrijd en machtsovername in kapitaalvennootschappen, Opmerkingen over macht, recht en een gegeven paard, Deventer 1996
- De Kluiver* (1996/2), H.J. de Kluiver, Mag het nog ietsje meer zijn?, Over tekort, overvloed en onbehagen in het ondernemingsrecht, NJB 1996, p. 1439-1451
- De Kluiver* (1998/1), H.J. de Kluiver, Voor het verplichte bod, TVVS 1998, p. 253-258

- De Kluiver* (1998/2), H.J. de Kluiver, Overname van ondernemingen en bescherming van minderheidsaandeelhouders, Een rechtsvergelijkend pleidooi voor een algemeen uittredingsrecht na overname, in: H. Pasman e.a. (red.), Overnemen een hele onderneming (Wijn & Stael-bundel), Deventer 1998, p. 277-295
- De Kluiver* (1998/3), H.J. de Kluiver, in: Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' van 13 maart 1998 over het wetsvoorstel beschermingsconstructies naar aanleiding van de preadviezen van D.C. Buijs en J. Wouters, Deventer 1998, p. 117-119
- De Kluiver* (2000), H.J. de Kluiver, De implementatie van het verplicht bod in Nederland in het licht van de dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 2000, p. 110-116
- De Kluiver* (2003/1), H.J. de Kluiver, Het verplicht bod bij ondernemingen met beursnoteringen in verschillende landen, in: L.J. Hijmans van den Bergh e.a., Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 40, Deventer 2003, p. 92-110
- De Kluiver* (2003/2), H.J. de Kluiver, Corporate governance en bestuur van privaatrechtelijke organisaties, Principes en praktijk, Preadvies voor de Vergadering van de Christen Juristenvereniging, Utrecht 2003
- De Kluiver* (2004), H.J. de Kluiver, Een vennootschap in wording, in: H.J. de Kluiver e.a., De Europese vennootschap (SE), Preadvies van de Vereniging 'Handelsrecht', Deventer 2004, p. 1-86
- De Kluiver/Meinema* (2002), H.J. de Kluiver en M. Meinema, Dwingend vennootschapsrecht na de Wet herziening preventief toezicht en de mogelijkheden van statutaire of contractuele afwijking en aanvulling, WPNR 2002/6503, p. 648-659
- Köck* (2001), S. Köck, Austria, in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 31-65
- Konarski* (2002), K. Konarski, Poland, in: D. Simeonov e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States, Old Woking 2002, p. 259-314
- Koops* (2002), R. Koops, Verplicht bod vergt euro 40 mrd om Nederland op te schonen, HFD 16 april 2002
- Köpfl* (2000), C. Köpfl, Die Angebotspflicht im schweizerischen Kapitalmarktrecht, Schweizer Schriften zum Handels- und Wirtschaftsrecht, Band 195, Zürich 2000
- KPMG* (1999), KPMG Corporate Finance, Acquiring Public Companies, An international survey of the rules and regulations, Amsterdam 1999
- Krause* (1996/1), H. Krause, Zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei Übernahmeangeboten und Beteiligungserwerb (Teil I und II), WM 1996, p. 845-851, 893-900
- Krause* (1996/2), H. Krause, Das obligatorische Übernahmeangebot, Eine juristische und ökonomische Analyse, Studien zum Handels-, Arbeits- und Wirtschaftsrecht, Band 44, Baden-Baden 1996
- Krause* (1996/3), H. Krause, Der revidierte Vorschlag einer Takeover-Richtlinie (1996), AG 1996, p. 209-217

- Krause (2001)*, H. Krause, Germany wins compromise on EU Takeover rules, IFLR July 2001, p. 18-20
- Krause (2002)*, H. Krause, Der Kommissionsvorschlag für die Revitalisierung der EU-Übernehmerichtlinie, BB 2002, p. 2341-2347
- Krause (2004)*, H. Krause, BB-Europareport: Die EU-Übernehmerichtlinie - Anpassungsbedarf im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, BB 2004, p. 113-119
- Kroeze (2004)*, M.J. Kroeze, Afgeleide schade en afgeleide actie, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 45, Deventer 2004
- Krouwel (1993/1)*, G.E. Krouwel, Overnameregulering, Een overzicht van enkele regelingen die van toepassing zijn bij de overname van een Nederlandse beursvennootschap, Deventer 1993
- Krouwel (1993/2)*, G.E. Krouwel, Artikel 4 van de dertiende richtlijn en minderheidsaandeelhouders, MAB 1993, p. 271-277
- Lambrecht (1999)*, Ph. Lambrecht, L'arrêté royal du 21 avril 1999: un simple toilettage de la réglementation sur les OPA?, RPS 1999, p. 201-227
- Lambrecht (2002)*, P. Lambrecht, The 13th Directive on Takeover Bids - Formation and Principles, in: G. Ferrarini e.a. (ed.), Capital Markets in the Age of the Euro, Cross-Border Transactions, Listed Companies and Regulation, The Hague/London/New York 2002, p. 441-465
- Lamy (1990)*, R. Lamy, Het ware verhaal van een openbaar overnamebod, De strijd om de Generale Maatschappij, Tielt 1990
- Lauwaars/Timmermans (2003)*, R.H. Lauwaars en C.W.A. Timmermans, Europees recht in kort bestek, Deventer 2003
- Van Leeuwen (1990)*, B.H.A. van Leeuwen, Beginselen van behoorlijk ondernemingsbestuur, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 10, Deventer 1990
- Leijten (2000)*, A.F.J.A. Leijten, Geschillen tussen aandeelhouders, in: A.F.J.A. Leijten e.a., Conflicten rondom de rechtspersoon, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 62, Deventer 2000, p. 1-14, 135-137 (verslag van de discussie)
- Leijten (2002)*, A.F.J.A. Leijten, Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen 1996, in: J.H. Nieuwenhuis e.a. (red.), Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht, Deventer 2002, p. 1293-1323
- Lempereur (1975)*, C. Lempereur, La commission bancaire et les cessions privées de participations de contrôle, RPS 1975, p. 119-137
- Lempereur (1976)*, C. Lempereur, De Belgische Bankcommissie en de openbare aanbiedingen tot aankoop, TVVS 1976, p. 293-301
- Lempereur (1978)*, C. Lempereur, Cessions de majorité et protection des actionnaires minoritaires en droit comparé, RPS 1978, p. 91-187

- Lenz/Linke (2002)*, J. Lenz en U. Linke, Die Handhabung des WpÜG in der aufsichtsrechtlichen Praxis, AG 2002, p. 361-369
- De Leur (1993)*, L.C.F.A.J.S. de Leur, De overheid, in: A.F.M. Dorresteyn en R.H. van het Kaar (red.), De 13e EG-Richtlijn, Het krachtenspel bij een openbaar bod, Serie Actualia Ondernemingsrecht, deel 5, Arnhem 1993, p. 25-28
- Levitt (2002)*, J. Levitt, Third takeover in Spain points to rights vacuum, FT 5 June 2002
- Libane (2002)*, D. Libane, Latvia, in: D. Simeonov e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States, Old Woking 2002, p. 183-195
- Liebscher (2001)*, T. Liebscher, Das Übernahmeverfahren nach dem neuen Übernahmegesetz, ZIP 2001, p. 853-869
- Loehr (2000)*, H. Loehr, Der Übernahmekodex, Aktuelle Situation und Ausblick, Frankfurt am Main 13. Juni 2000
- Lomnicka (2000)*, E. Lomnicka, Making the Financial Services Authority Accountable, JBL 2000, p. 65-81
- Lomnicka (2001)*, E. Lomnicka, The reach of the FSA's disciplinary powers: "Requirement imposed by or under this Act", JBL 2001, p. 96-105
- Lopes (2001)*, N. Lopes, Portugal in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 423-454
- Loritz/Wagner (1991)*, K.-G. Loritz en K.-R. Wagner, Das 'Zwangsübernahmeangebot' der EG-Takeover-Richtlinie aus verfassungsrechtlicher Sicht, WM 1991, p. 709-722
- Lundin/Johanson/Westerberg (2001)*, A. Lundin, B. Johanson en C. Westerberg, Sweden, in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 493-524
- Lütolf/Schindler (1998)*, S. Lütolf en B. Schindler, Ausgewählte Probleme der Strafbestimmungen des Börsengesetzes, SZW 1998, p. 134-144
- Lüttmann (1992/1)*, R. Lüttmann, Changes of Corporate Control and Mandatory Bids, IRLE 1992, p. 497-516
- Lüttmann (1992/2)*, R. Lüttmann, Kontrollwechsel bei Kapitalgesellschaften, Eine vergleichende Untersuchung des englischen, US-amerikanischen und deutschen Rechts, Baden-Baden 1992
- Maeijer (1971)*, J.M.M. Maeijer, Harmonisatie van het vennootschapsrecht, SEW 1971, p. 585-607
- Maeijer (1975)*, J.M.M. Maeijer, De positie van de aandeelhouders, in: J.M.M. Maeijer e.a., Problemen bij fusie van n.v. en b.v., Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 13, Deventer 1975, p. 3-18
- Mallinick/Adams (2000)*, G. Mallinick en B. Adams, South Africa, in: M. Whalley en F.-J. Semler (ed.), International Business Acquisitions, The Hague/London/Boston 2000, p. 300-314

- Marcantonio (1994)*, M. Marcantonio, The New Italian Act on Takeovers, ICCLR 1994, p. 131-137
- Marchant (2003)*, S. Marchant, The Approach, Announcements and Independent Advice, in: M. Button (ed.), A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers, Old Woking 2003, p. 23-51
- Marchetti (1996)*, P. Marchetti, The Italian Perspective, in: E. Wymeersch (ed.), The proposal for a 13th Company Law Directive on takeovers: a multi-jurisdiction survey (1), EFSL 1996, p. 304-305
- Maul/Muffat-Jeandet (2004)*, S. Maul en D. Muffat-Jeandet, Die EU-Übernahmerrichtlinie - Inhalt und Umsetzung in nationales Recht (Teil I), AG 2004, p. 221-234
- McCahery/Renneboog (2003)*, J.A. McCahery en L. Renneboog, with P. Ritter en S. Haller, The Economics of the Proposed European Takeover Directive, CEPS Research Reports, April 2003
- Meier-Hayoz/Forstmoser (1998)*, A. Meier-Hayoz en P. Forstmoser, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, Bern 1998
- Meier-Schatz (1992)*, C.J. Meier-Schatz, Takeover Regulation: The Swiss Approach, in: K.J. Hopt en E. Wymeersch (red.), European Takeovers, Law and Practice, London 1992, p. 143-163
- Meier-Schatz (1996)*, C.J. Meier-Schatz, Das neue Börsengesetz der Schweiz, Bern/Stuttgart/Wien 1996
- De Meijer (2003)*, M.E. de Meijer, Het openbaar ministerie in civiele zaken, SI-EUR, Rotterdam 2003
- Meisling/Baaring Lerche/Risbjørn (2001)*, S. Meisling, M. Baaring Lerche en P. Risbjørn, Denmark, in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 95-117
- Mertens (1990)*, H. Mertens, Förderung von, Schutz vor, Zwang zu Übernahmeangeboten?, AG 1990, p. 252-259
- Mestre (1989)*, J. Mestre, L'égalité en droit des sociétés (aspects de droit privé), Rev. soc. 1989, p. 399-410
- Meyer (2002)*, A.H. Meyer, Pflichtangebote, in: S. Geibel en R. Süßmann, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Kommentar, München 2002, p. 511-552
- Ministers van Economische Zaken, Financiën en Justitie (2002)*, Minister van Economische Zaken, minister van Financiën en minister van Justitie, Invoering verplicht openbaar bod in Nederland, Den Haag 30 januari 2002 (ook aangehaald als: Consultatiedocument verplicht bod (2002))
- Ministers van Justitie, Financiën en Economische Zaken (1999)*, Minister van Justitie, minister van Financiën en minister van Economische Zaken, brief van 5 oktober 1999 aan de Tweede Kamer betreffende het voorstel van wet tot invoering van de mogelijkheid tot het treffen van bijzondere maatregelen door de ondernemingskamer over zeggenschap in de naamloze vennootschap (wetsvoorstel beschermingsconstructies 25 732); SER-Fusiecode (niet gepubliceerd)

- Minister van Financiën (2002)*, Minister van Financiën, brief van 25 november 2002 aan de Tweede Kamer betreffende het verplicht bod, richtlijnvoorstel overnamebiedingen en beschermingsconstructies, www.minfin.nl
- Moerland/Van Helleman/Nijman (2000)*, P.W. Moerland, J. van Helleman, Th.E. Nijman, Zeggenschapsverhoudingen en financiële prestaties van beursvennootschappen, Onderzoek in opdracht van het Ministerie van Financiën, CentER - Applied Research, Katholieke Universiteit Brabant, Tilburg 20 maart 2000
- Möller (1998)*, B. Möller, Die Stellung des Aktionärs bei Übernahmen börsenkotierter Unternehmen: Optionen und rechtliche Grenzen im schweizerischen und im englischen Recht, Europäische Hochschulschriften, Band 2306, Frankfurt am Main 1998
- Möller (2002)*, A. Möller, Rechtsmittel und Sanktionen nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, AG 2002, p. 170-176
- De Mol van Otterloo (1999)*, H.M. de Mol van Otterloo, Het verplichte openbaar bod in art. 5 van de dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 1999, p. 476-478
- De Mol van Otterloo (2001/1)*, H.M. de Mol van Otterloo, De biedplicht van artikel 5 van de dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 2001, p. 131-134
- De Mol van Otterloo (2001/2)*, H.M. de Mol van Otterloo, in: Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' van 29 september 2000 over de Implementatie van de Dertiende Richtlijn naar aanleiding van de preadviezen van L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Deventer 2001, p. 98-99
- Monitoring Commissie Corporate Governance (1998)*, Monitoring Commissie Corporate Governance en Economisch Instituut Tilburg (EIT), Katholieke Universiteit Brabant, Monitoring Corporate Governance in Nederland, Deventer 1998
- Mouthaan (2000)*, J. Mouthaan, Het toezicht op openbare biedingen, Ondernemingsrecht 2000, p. 116-123
- Mulder/Doorenbos (2002)*, A. Mulder en D.R. Doorenbos, Schets van het economisch strafrecht, Studiepockets strafrecht, deel 11, Deventer 2002
- Munschbeck (1995)*, K. Munschbeck, Der Vorschlag zur EG-Übernehmerichtlinie, RIW 1995, p. 390-395
- Murley (2003)*, R. Murley, The Takeover Panel, in: M. Button (ed.), A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers, Old Woking 2003, p. 1-21
- Nelissen-Grade (1997)*, J.-M. Nelissen-Grade, Het openbaar bod: zes jaar ervaring, in: K. Byttebier en R. Feltkamp (red.), De regulering van het beursapparaat, Reeks Financieuzen nu en morgen, deel 4, Brugge 1997, p. 75-135
- Neye (1995)*, H.-W. Neye, Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZIP 1995, p. 1464-1467
- Neye (1996)*, H.-W. Neye, Der neue Vorschlag der Kommission für eine dreizehnte Richtlinie über Übernahmeangebote, DB 1996, p. 1121-1125

- Neye (2000)*, H.-W. Neye, Der gemeinsame Standpunkt des Rates zur 13. Richtlinie - ein entscheidender Schritt auf dem Weg zu einem europäischen Übernahmerecht, AG 2000, p. 289-301
- Nieuwe Weme (2001)*, M.P. Nieuwe Weme, Twee gaten in de biedingsregeling, Ondernemingsrecht 2001, p. 509-513
- Nieuwe Weme (2002/1)*, M.P. Nieuwe Weme, Het consultatiedocument verplicht bod, Ondernemingsrecht 2002, p. 206-213
- Nieuwe Weme (2002/2)*, M.P. Nieuwe Weme, Beroep tegen besluiten van de Autoriteit Financiële Markten inzake openbare biedingen, in: G. van Solinge en M. Holtzer (red.), Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2001-2002, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 68, Deventer 2002, p. 135-181
- Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/1)*, M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, Vijfentwintig aanbevelingen voor de tweede fase, Aanbevelingen voor de tweede fase van wetgeving inzake openbare biedingen op effecten, in: B.M. van Beek e.a., Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, Deventer 2002, p. 257-284
- Nieuwe Weme/Van Solinge (2002/2)*, M.P. Nieuwe Weme en G. van Solinge, De informatieve vergadering bij een openbaar bod, Ondernemingsrecht 2002, p. 403-408
- Nirk/Reuter/Bächle ([jaar])*, R. Nirk, H.-P. Reuter en H.-U. Bächle, Handbuch der Aktiengesellschaft (Iosbl.), Köln
- Nobel (1993)*, P. Nobel, Reform of the Swiss Securities Markets, The proposed Federal Law on Stock Exchanges and Securities Trading, SZW 1993, p. 209-216
- Norton Rose (2001)*, Norton Rose, Acquisitions in France, Paris 2001
- Nowak/Van den Ingh (2003)*, R. Nowak en F.J.P. van den Ingh, De invloed van de kapitaalverschaffers in de nieuwe structuur van ING, Ondernemingsrecht 2003, p. 506-512
- NRC (1999)*, auteur onbekend, EU verplicht tot openbaar bod, NRC Handelsblad 22 juni 1999
- Van Olffen (1999)*, M. van Olffen, Definitief (?) ontwerp 13e EG-richtlijn, WPNR 1999/6378, p. 844-846
- Van Olffen (2000)*, M. van Olffen, Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 64, Deventer 2000
- Van Olffen (2001)*, M. van Olffen, in: Verslag van de vergadering van de Vereeniging 'Handelsrecht' van 29 september 2000 over de Implementatie van de Dertiende Richtlijn naar aanleiding van de preadviezen van L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Deventer 2001, p. 100
- Oostwouder (1999)*, W.J. Oostwouder, Het gewijzigde voorstel voor een Dertiende Richtlijn van het Europees Parlement en de Raad inzake het vennootschapsrecht betreffende het overnamebod, 21 juni 1999: een goede of zwarte dag voor corporate governance, Dossier Onderneming, Financiering en Recht 1998/38, p. 80-91

- Oppelaar (2000)*, H.V. Oppelaar, Het Wetsvoorstel openbare biedingen op effecten en de verhouding tot de dertiende EG-richtlijn en het Wetsvoorstel beschermingsconstructies, *Ondernemingsrecht* 2000, p. 268-277
- Oppelaar/Banz (2002)*, H.V. Oppelaar en J.C. Banz, Reactie op het Consultatiedocument verplicht bod (2002), *Vinkeveen/Blaricum* 5 april 2002
- Otto (1994)*, H. Otto, Die Verteilung der Kontrollprämie bei Übernahme von Aktiengesellschaften und die Funktion des Höchststimmrechts, *AG* 1994, p. 167-175
- Paksoy & Co (20001)*, Paksoy & Co, Special Provisions for Banks, Turkey (z.pl.) 30 January 2001
- Palmer ([jaar])*, Palmer's Company Law (losbl.), principal editor: G.K. Morse, editor takeover bids: A. Macaulay, London
- Panel (1990)*, The Panel on Takeovers and Mergers, The Takeover Panel, London 1990
- Panel-Report ([jaar])*, The Panel on Takeovers and Mergers, Report on the year ended 31 March [jaar], London [jaar], ook te kennen uit www.thetakeoverpanel.org.uk
- Panel Statement ([jaar/nr.])*, The Panel on Takeovers and Mergers, [onderwerp], Press Statement, London [jaar], ook te kennen uit www.thetakeoverpanel.org.uk
- Parliament of Australia (2000)*, The Parliament of the Commonwealth of Australia, Parliamentary Joint Statutory Committee on Corporations and Securities, Report on the Mandatory Bid Rule, June 2000, www.aph.gov.au
- Paron/Fischer (2002)*, R. Paron en M. Fischer, Estonia, in: D. Simeonov e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States, Old Woking 2002, p. 107-140
- Payet (2000)*, J.A. Payet, Peru, in: M. Whalley en F.-J. Semler (ed.), International Business Acquisitions, The Hague/London/Boston 2000, p. 250-258
- Pearson/Adams (2003)*, C. Pearson en N. Adams, Mandatory and Voluntary Offers and their Terms, in: M. Button (ed.), A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers, Old Woking 2003, p. 135-163
- Peeters (1997)*, M. Peeters, Hoe verhoudt de Duitse Übernahmekodex zich tot het gewijzigd ontwerp dertiende EG-richtlijn?, Nijmegen 1997
- Peijster (1998)*, C.N. Peijster, Het ontwerp 13e Richtlijn en de belangen van minderheidsaandeelhouders, *Maandblad NV* 1998, p. 142-144
- Peltzer (1997)*, M. Peltzer, Der Kommissionsentwurf für eine 13. Richtlinie über Übernahmeangebote vom 7. 2. 1996, *AG* 1997, p. 145-151
- Pennington (1974)*, R.R. Pennington, Rapport betreffende overnemingen en andere biedingen, Commissie van de Europese Gemeenschappen, COM XI/56/74-N, Brussel 1974
- Perrick (1990/1)*, S. Perrick, Nieuw ontwerp voor een dertiende richtlijn inzake het vennootschapsrecht gepubliceerd, *JutD* 1990/4, p. 10-12

- Perrick (1990/2)*, S. Perrick, Het nieuwe ontwerp voor een dertiende richtlijn inzake het vennootschapsrecht, TVVS 1990, p. 297-302
- Perrick (1995)*, S. Perrick, Converteerbare obligaties, NIBE-Bankjuridische Reeks, deel 27, Amsterdam 1995
- Perrick (1996)*, S. Perrick, Fusiegedragsregels, in: W.C.L. van der Grinten e.a., Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met de effectenregelgeving, Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 51, Deventer 1996, p. 67-71
- Perrick (2002)*, S. Perrick, De Wet melding zeggenschap in ter beurze genoteerde vennootschappen, in: S.E. Eisma (red.), Leerboek Effectenrecht, Nijmegen 2002, p. 209-230
- Perrick/Chang (2002)*, S. Perrick en V.K. Chang, Polsen van (groot)aandeelhouders en aangaan van (voorwaardelijke) transacties in het kader van kapitaalmarkttransacties, in: B.M. van Beek e.a., Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, Deventer 2002, p. 285-298
- Peter (1996)*, C. Peter, Revidierter Vorschlag für eine 13. gesellschaftsrechtliche EU-Richtlinie über Übernahmeangebote, SZW 1996, p. 177-179
- Petitpierre-Sauvain (1991)*, A. Petitpierre-Sauvain, L'égalité des actionnaires dans l'offre publique d'achat (OPA), RDAI/IBLJ 1991, p. 645-657
- Pinheiro Neto (2002)*, Pinheiro Neto, Securities Commission Issues Tender Offer Regulation, Brazil (z.pl.) 2002
- Pöch (1999)*, P. Pöch, Takeover Rules in Austria, ICCLR 1999, p. 93-98
- Popescu/McGregor (2002)*, L. Popescu en N. McGregor, Romania, in: D. Simeonov e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States, Old Woking 2002, p. 325-326
- La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer (1999)*, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes en A. Shleifer, Corporate Ownership Around the World, JF 1999, p. 471-517
- La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (1997)*, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R.W. Vishny, Legal Determinants of External Finance, JF 1997, p. 1131-1150
- La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny (2000)*, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer en R.W. Vishny, Investor protection and corporate governance, JFE 2000, p. 3-27
- Portengen (2002)*, H.J. Portengen, Aandeelhoudersovereenkomst als kwaliteitseis?, WPNR 2002/6514, p. 842-847
- Portengen/Groenland (2003)*, H.J. Portengen en I.C.P. Groenland, Bewilliging van certificaten van aandelen, WPNR 2003/6559, p. 947-952
- Practitioners Working Group on Takeovers (2002)*, Practitioners Working Group on Takeovers, Position Paper, z.pl. 4 January 2002
- Prinsen (2004)*, J.J. Prinsen, Converteerbare obligaties, Omzetting van schuld in eigen vermogen, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 79, Deventer 2004

- Prinssen (2004)*, J.M. Prinssen, Doorwerking van Europees recht, De verhouding tussen directe werking, conforme interpretatie en overheidsaansprakelijkheid, Europese monografieën, deel 73, Deventer 2004
- Protopapa (2001)*, K. Protopapa, Greece, in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 237-277
- Pudge (2001)*, D. Pudge, Conduct during the Offer; Timing and Revision; and Restrictions following Offers, in: M. Button (ed.), A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers, Old Woking 2001, p. 201-233
- Questions and Answers van de Europese Commissie (1999)*, European Commission, Proposed Takeovers Directive - questions and answers, Brussels 18 June 1999, www.europa.eu.int/comm, ook te kennen uit Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 753-765
- Questions and Answers van de Europese Commissie (2000)*, European Commission, Proposed Takeovers Directive - questions and answers, Brussels 19 June 2000, www.europa.eu.int/comm
- Questions and Answers van de Europese Commissie (2002)*, European Commission, Proposal for a Directive on Takeover Bids, Frequently Asked Questions, Brussels 2 October 2002, www.europa.eu.int/comm
- Raaijmakers (1994)*, M.J.G.C. Raaijmakers, Bescherming beleggers ter beurse bij openbare overname- en andere biedingen, in: M.J.G.C. Raaijmakers e.a., Herziening van de Fusiecode, Serie Center for Company Law, Zwolle 1994, p. 3-171
- Raaijmakers (1996)*, M.J.G.C. Raaijmakers, Herziening Fusiecode en nieuw ontwerp Dertiende Richtlijn, TVVS 1996, p. 65-69
- Raaijmakers (1997)*, M.J.G.C. Raaijmakers, Bescherming van aandeelhouders bij 'change of control', in: R.I.V.F. Bertrams e.a., Lustrumbundel 1997 Vereniging voor Effectenrecht, De opkomst van een rechtsgebied, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 58, Deventer 1997, p. 107-118
- Raaijmakers (1999)*, M.J.G.C. Raaijmakers, Openbare overnamebiedingen: aanpassing Nederlandse wetgeving aan dertiende EU-richtlijn, Ondernemingsrecht 1999, p. 293-298
- Raaijmakers (2001/1)*, M.J.G.C. Raaijmakers, Openbaar bod, in: S.E. Eisma (red.), Leerboek Effectenrecht, Nijmegen 2001, p. 123-150
- Raaijmakers (2001/2)*, M.J.G.C. Raaijmakers, Herbezinning op een Europese regeling voor openbare biedingen, TvE 2001, p. 139-148
- Raaijmakers (2002/1)*, M.J.G.C. Raaijmakers, Openbaar bod, in: S.E. Eisma (red.), Leerboek Effectenrecht, Nijmegen 2002, p. 143-163
- Raaijmakers (2002/2)*, M.J.G.C. Raaijmakers, RNA en de ontwikkeling van het Nederlands fusie- en overnamerecht, S&V 2002, p. 155-162
- Raaijmakers (2002/3)*, M.J.G.C. Raaijmakers, Takeover Regulation in Europe and America: The Need for Functional Convergence, in: J.A. McCahery e.a. (ed.),

- Corporate Governance Regimes, Convergence and Diversity, Oxford 2002, p. 205-229
- Raaijmakers (2003)*, M.J.G.C. Raaijmakers, Gedragsnormen voor overnamegevechten, SV&V 2003, p. 215-223
- Rebers (2001)*, E.H. Rebers, Nieuwe gedragsregels bij overnames, ESB 2001, p. 32-34
- Rebers (2002)*, E.H. Rebers, Aandeelhoudersrechten dwingen tot een verplicht bod, HFD 8 november 2002
- Reese/Weisbach (2002)*, W.A. Reese en M.S. Weisbach, Protection of Minority Shareholder Interests, Cross-listings in the United States, and Subsequent Equity Offerings, JFE 2002, p. 65-104
- Remnant (2001)*, P. Remnant, The Takeover Panel, in: M. Button (ed.), A Practitioner's Guide to the City Code on Takeovers and Mergers, Old Woking 2001, p. 1-23
- Renneboog (2000)*, L. Renneboog, Ownership, Managerial Control and the Governance of Companies Listed on the Brussels Stock Exchange, J.Bank.Fin. 2000, p. 1959-1995
- Rensen (2001)*, G.J.C. Rensen, Statutaire aanbiedings- en overnameverplichtingen van aandeelhouders, Ondernemingsrecht 2001, p. 484-489
- Reul (1991)*, J. Reul, Die Pflicht zur Gleichbehandlung der Aktionäre bei privaten Kontrolltransaktionen, Eine juristische und ökonomische Analyse, Tübinger Rechtswissenschaftliche Abhandlungen, Band 70, Tübingen 1991
- Riehmer (2002)*, K. Riehmer, Begriffsbestimmungen, in: W. Haarmann, K. Riehmer en M. Schüppen (Hrsg.), Öffentliche Übernahmeangebote, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz, Heidelberg 2002, p. 464-494
- Riehmer/Schröder (2000)*, K. Riehmer en O. Schröder, Der Entwurf des Übernahmegesetzes im Lichte von Vodafone/Mannesmann, NZG 2000, p. 820-824
- Rietkerk (1992)*, G. Rietkerk, Minderheidsaandeelhouders Fokker, Maandblad NV 1992, p. 185-186
- Rietkerk (1996)*, G. Rietkerk, Preferente aandelen met financierings- en beschermingsfunctie, Maandblad NV 1996, p. 222-226
- Rijken/Van Montfort (2002)*, H.A. Rijken en K. van Montfort, Determinanten van overnamepremies: de waarde van zeggenschap en beschermingsconstructies ten tijde van overnames, Bedrijfskunde 2002, p. 85-92
- Ripert/Roblot (2002)*, G. Ripert en R. Roblot, par M. Germain, Traité de droit commercial, Tome 1, Volume 2, Les sociétés commerciales, Paris 2002
- RNA (2001)*, Rodamco North America, Rodamco North America geeft aandelen uit aan onafhankelijke stichting in reactie op poging tot vijandige overname door Westfield Holdings (advertentie), HFD 26 september 2001
- Rojo (1994)*, A. Rojo, Das öffentliche Übernahmeangebot im spanischen Recht, AG 1994, p. 16-23
- Rombouts (2000)*, A. Rombouts, Het openbaar bodrecht na de wijziging van het Koninklijk Besluit van 8 november 1989 en de Dertiende Richtlijn, in: A. Benoit-

- Moury e.a., Nieuw vennootschaps- en financieel recht 1999, Reeks rechtspersonen- en vennootschapsrecht Jan Ronse Instituut, Kalmthout 2000, p. 393-443
- De Rooy* (2000), R.E. de Rooy, Herziene 13^e EG-richtlijn inzake openbare biedingen, Bank- en Effectenbedrijf 2000/11, p. 30-35
- De Rooy* (2003), R.E. de Rooy, Emissies op de Nederlandse markt, Serie Financieel Recht, deel 13, Deventer 2003
- Von Rosen/Seifert* (1999), R. von Rosen en W.G. Seifert (red.), Die Übernahme börsennotierter Unternehmen, Schriften zum Kapitalmarkt, Band 2, Frankfurt am Main 1999
- Roth* (2001), G.P. Roth, De Wet openbare biedingen op effecten en de ingrijpende gevolgen voor de praktijk; enige beschouwingen vanuit procedureel en procesueel oogpunt, Ondernemingsrecht 2001, p. 121-126
- Ruding* (1997), H.O.C.R. Ruding, De Commissie-Peters vanuit internationale hoek bezien, TVVS 1997, p. 295-299
- Ruggiero* (1998), E. Ruggiero, Italy, in: A.R. Pinto en G. Visentini (red.), The Legal Basis of Corporate Governance in Publicly Held Corporations, A Comparative Approach, Studies in comparative corporate and financial law, Vol. 1, London 1998, p. 79-110
- Rupprecht* (1973), K. Rupprecht, Pakethandel und Paketzuschläge im amerikanischen und deutschen Aktienrecht, Tübingen 1973
- Van Sasse van Ysselt* (1970), Th.K.M.J. van Sasse van Ysselt, Regeling van overnemingsbiedingen, TVVS 1970, p. 157-160
- SCGOP* (2002), Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen, Reactie op het Consultatiedocument verplicht bod (2002), Den Haag 9 april 2002
- Schander* (1998), A.A. Schander, Selbstregulierung versus Kodifizierung - Versuch einer Standortbestimmung des deutschen Übernahmerechts, NZG 1998, p. 799-807
- Schärer/Aregger* (2003), C. Schärer en T. Aregger, Aus der Praxis der Übernahmekommission, SZW 2003, p. 146-157
- Schenk* (2002), H. Schenk, Economie en strategie van de fusieparadox, in: Bartel e.a. (red.), Fusies & Acquisities, Dordrecht 2002, p. 62-133
- Schiessl* (1999), M. Schiessl, Ist das deutsche Aktienrecht kapitalmarktauglich?, AG 1999, p. 442-452
- Van Schilfgaarde/Winter* (2003), P. van Schilfgaarde, bewerkt door J.W. Winter, Van de BV en de NV, Deventer 2003
- Schmid* (1999), T. Schmid, Öffentliche Übernahmeangebote in Italien, AG 1999, p. 402-411
- Schmidt* (1994), D. Schmidt, Das obligatorische öffentliche Übernahmeangebot von Unternehmensteilen im französischen Recht, AG 1994, p. 12-15
- Schmidt* (2002), K. Schmidt, Gesellschaftsrecht, Köln 2002
- Schmidt* (2004), D. Schmidt, Les conflits d'intérêts dans la société anonyme, Paris 2004

- Schmieman (2003)*, E. Schmieman, Het openbaar belang in het enquêterecht en de jaarrekeningprocedure, JOR plus 2003, p. 76-81
- Schmieman (2004)*, E. Schmieman, De bevoegdheden van de advocaat-generaal bij het Gerechtshof Amsterdam in het enquêterecht (Art. 2:345 lid 2 en 2:355 lid 1 BW), Rapportage en aanbevelingen naar aanleiding van het onderzoek dat is verricht in opdracht van het Openbaar Ministerie, Ressortparket Amsterdam, Nijmegen 2004, in: G. van Solinge en M. Holtzer (red.), *Geschriften vanwege de Vereniging Corporate Litigation 2003-2004*, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 75, Deventer 2004, p. 359-391
- Schönherr (2004)*, Schönherr, Mandatory Tender Offers, Slovenia (z.pl.) 2004
- Schüppen (2002)*, M. Schüppen, Allgemeine Vorschriften; Bußgeldvorschriften, in: W. Haarmann, K. Riehmer en M. Schüppen (Hrsg.), *Öffentliche Übernahmeangebote, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Heidelberg 2002, p. 57-95, 833-998
- Schuster (1995)*, S. Schuster, Neue Regeln für Übernahmen, Die Bank 1995, p. 609-614
- Schuster/Zschocke (2002)*, S. Schuster en C. Zschocke (Hrsg.), *Übernahmerecht/ Takeover Law*, Frankfurt am Main 2002
- Schutte-Veenstra (1997)*, J.N. Schutte-Veenstra, Europese Richtlijnen Vennootschapsrecht, Serie Europees Privaatrecht, deel 2, Deventer 1997
- Schutte-Veenstra (2001/1)*, J.N. Schutte-Veenstra, Een vergadering over en amendementen op de dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 2001, p. 61-66
- Schutte-Veenstra (2001/2)*, J.N. Schutte-Veenstra, Op de valreep compromis bereikt over dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 2001, p. 270-271
- Schutte-Veenstra (2001/3)*, J.N. Schutte-Veenstra, Doek valt voor dertiende EG-richtlijn, Ondernemingsrecht 2001, p. 336
- Schutte-Veenstra (2002/1)*, J.N. Schutte-Veenstra, Openbare biedingsregels, in: J.H. Nieuwenhuis e.a. (red.), *Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht*, Deventer 2002, p. 1325-1396
- Schutte-Veenstra (2002/2)*, J.N. Schutte-Veenstra, Rapport Commissie Winter ter zake van overnamebiedingen, Ondernemingsrecht 2002, p. 54-58
- Schutte-Veenstra/Gepken-Jager (1999)*, J.N. Schutte-Veenstra en E.E.G. Gepken-Jager, New Directions in European Company Law, Ondernemingsrecht 1999, p. 271-274
- Schwarz (1992)*, C.A. Schwarz, The Draft 13th EC Directive on Company Law concerning Take-over and other General Bids and its Influence on the Dutch System of Company Law, in: B. de Witte en C. Forder (red.), *The Common Law of Europe and the Future of Legal Education*, Deventer 1992, p. 365-371
- Schwarz (2000)*, C.A. Schwarz, Gibraltar, de 13e Richtlijn en het Wetsvoorstel Beschermingsmaatregelen, WPNR 2000/6402, p. 345-346
- SEC (1983)*, Securities and Exchange Commission (SEC), Advisory Committee on Tender Offers, Report of Recommendation 23, Washington 8 July 1983

- SER-advies 1977/02*, SER, Advies van 21 januari 1977 inzake de toekomstige juridische status van de fusiegedragregels en inzake een preventieve materiële toetsing van fusies door de overheid (SER-advies 1977/02), Den Haag 1977
- SER-advies 1990/18*, SER, Advies van 19 oktober 1990 inzake Dertiende richtlijn openbaar bod (Advies over de voornaamste bepalingen van de dertiende richtlijn (openbaar aanbod inzake koop of ruil)) (SER-advies 1990/18), Den Haag 1990
- SER-advies 1996/03*, SER, Advies van 16 februari 1996 inzake een herziening van de fusiecode (SER-advies 1996/03), Den Haag 1996
- SER-advies 2001/02*, SER, Advies van 19 januari 2001 over het functioneren en de toekomst van de structuurregeling (SER-advies 2001/02), Den Haag 2001, ook te kennen uit Kamerstukken II, 2000-2001, 25 732, nr. 17
- De Serièrè (2000)*, V.P.G. de Serièrè, Invoering van het verplichte openbaar bod in Nederland, Ondernemingsrecht 2000, p. 104-110
- De Serièrè (2002)*, V.P.G. de Serièrè, Het nieuwe voorstel voor de dertiende EG-Richtlijn, Ondernemingsrecht 2002, p. 504-509
- Shearman & Sterling Stamford (2002)*, Shearman & Sterling Stamford, Singapore: Revision of the Takeover Code, z.pl. 2002
- Shleifer/Vishny (1986)*, A. Shleifer en R.W. Vishny, Large Shareholders and Corporate Control, JPE 1986, p. 461-488
- Shleifer/Wolfenzon (2002)*, A. Shleifer en D. Wolfenzon, Investor protection and equity markets, JFE 2002, p. 3-27
- Siegler/Szabó (2002)*, K. Siegler en G.Z. Szabó, Hungary, in: D. Simeonov e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States, Old Woking 2002, p. 141-182
- Simeonov/Petrov (2002)*, D. Simeonov en P. Petrov, Bulgaria, in: D. Simeonov e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States, Old Woking 2002, p. 1-46
- Skog (1996)*, R. Skog, The Swedish Perspective, in: E. Wymeersch (ed.), The proposal for a 13th Company Law Directive on takeovers: a multi-jurisdiction survey (1), EFSL 1996, p. 305-307
- Skog (1997)*, R. Skog, Does Sweden Need a Mandatory Bid Rule?, A Critical Analysis, SUERF Studies: 2, Amsterdam 1997
- Slagter (1988)*, W.J. Slagter, Macht en onmacht van de aandeelhouder, Beschouwingen over de juridische, economische en fiscale positie van de aandeelhouder, mede in het licht van onvriendelijke overnames, Deventer 1988
- Slagter (1994/1)*, W.J. Slagter, Takeovers and the Draft 13th EC-Directive, in: E. Wymeersch (ed.), Further Perspectives in Financial Integration in Europe, Berlin/New York 1994, p. 173-180
- Slagter (1994/2)*, W.J. Slagter, Het bod van AVCB op aandelen Staal Bankiers, TVVS 1994, p. 207-208
- Slagter (1996)*, W.J. Slagter, Compendium van het Ondernemingsrecht, Deventer 1996

- Slagter (1997)*, W.J. Slagter, Melding van effectentransacties ingevolge de WMZ en de SER-Fusiegedragsregels en de behartiging van uiteenlopende belangen, in: R.I.V.F. Bertrams e.a., Lustrumbundel 1997 Vereniging voor Effectenrecht, De opkomst van een rechtsgebied, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 58, Deventer 1997, p. 141-155
- Slagter (1998)*, W.J. Slagter, Een ongestuurde acht of een gestuurde zestien?, Europeesrechtelijke invloeden op het Nederlandse ondernemingsrecht, in: W.G. van Hassel e.a., Een dubbel acht, ongestuurd, Zestien opstellen voor een boegbeeld, Liber Amicorum Mr. J. Schepel, Deventer 1998, p. 37-52
- Slagter (1999/1)*, W.J. Slagter, Bespreking van H. Pasman e.a. (red.), Overnemen een hele onderneming (Wijn & Stael-bundel), Deventer 1998, Ondernemingsrecht 1999, p. 257-258
- Slagter (1999/2)*, W.J. Slagter, Het wetsvoorstel doorbreking van beschermingsconstructies, het enquêterecht en de 13e EG-Richtlijn, WPNR 1999/6380, p. 879-883
- Slagter (1999/3)*, W.J. Slagter, Nieuwsoverzicht, Overzicht van actuele ontwikkelingen op juridisch terrein, JutD 1999/18, p. 2-11
- Slagter (2000)*, W.J. Slagter, Het wetsvoorstel doorbreking van beschermingsconstructies, het enquêterecht en de 13e EG-Richtlijn, WPNR 2000/6392, p. 164-165
- Slaughter and May (1997)*, Slaughter and May, Thirteenth Company Law Directive, PLC December 1997, p. 80-81
- Van Solinge (1990)*, G. van Solinge, Gewijzigd voorstel voor een dertiende richtlijn betreffende het openbaar bod op aandelen, Bb 1990, p. 252-254
- Van Solinge (1991)*, G. van Solinge, Vestigingsvrijheid van vennootschappen, TVVS 1991, p. 169-174
- Van Solinge (1994)*, G. van Solinge, Grensoverschrijdende juridische fusie, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 44, Deventer 1994
- Van Solinge (2000)*, G. van Solinge, Ruziesplitsing, in: A.F.J.A. Leijten e.a., Conflicten rondom de rechtspersoon, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 62, Deventer 2000, p. 65-91
- Van Solinge (2001/1)*, G. van Solinge, in: Verslag van de vergadering van de Vereniging 'Handelsrecht' van 29 september 2000 over de Implementatie van de Dertiende Richtlijn naar aanleiding van de preadviezen van L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Deventer 2001, p. 104-107, 118-123
- Van Solinge (2001/2)*, G. van Solinge, Het openbaar bod in Wte 1995 en Bte 1995, Ondernemingsrecht 2001, p. 503-509
- Van Solinge (2002)*, G. van Solinge, Wet conflictenrecht corporaties, in: J.H. Nieuwenhuis e.a. (red.), Tekst & Commentaar Ondernemingsrecht, Deventer 2002, p. 1551-1571
- Van Solinge/Nieuwe Weme (1999)*, G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, Gedragsregels inzake een openbaar bod op aandelen, Onderzoek in opdracht van het ministerie van Financiën en het ministerie van Economische Zaken naar het functioneren van Hoofdstuk I van het SER-besluit Fusiegedragsregels 1975, Serie Onderneming en Recht, deel 16, Deventer 1999

- Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/1)*, G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, De dertiende EG-richtlijn inzake het openbaar bod op aandelen (I) en (II, slot), WPNR 2000/6393, p. 169-177; WPNR 2000/6394, p. 189-195
- Van Solinge/Nieuwe Weme (2000/2)*, G. van Solinge en M.P. Nieuwe Weme, Het verbod tot het treffen van beschermingsmaatregelen bij een openbaar bod op aandelen (artikel 8 dertiende EG-richtlijn), Ondernemingsrecht 2000, p. 94-104
- Van Spengler (1992)*, F.C. van Spengler, Een verplicht openbaar bod op aandelen, AA 1992, p. 20-26
- Sperling (1996)*, J. Sperling, Het nieuwe voorstel voor een dertiende Europese richtlijn met betrekking tot overnames, Bb 1996, p. 60-62
- Squire, Sanders & Dempsey (2001)*, Squire, Sanders & Dempsey, Obligatory Takeover Bids are tightly regulated, Prague 2001
- Van der Staay (1993)*, J.W. van der Staay, Meldings-, informatie- en overlegverplichtingen, in: F.J.P. van den Ingh e.a., Converteerbare obligaties en aandelen, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 43, Deventer 1993, p. 159-181
- Stamp/Marley (1970)*, E. Stamp en C. Marley, Accounting Principles and the City Code: The Case for Reform, London 1970
- STE (1989)*, Stichting Toezicht Effectenverkeer, Advies van 13 maart 1989 inzake het voorstel voor een dertiende richtlijn, Amsterdam 1989
- Stedman (1993)*, G. Stedman, Takeovers, London 1993
- Steinmeyer/Häger (2002)*, R. Steinmeyer en M. Häger, WpÜG, Kommentar zum Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz mit Erläuterungen zum Minderheitausschluss nach §§ 327a ff. AktG, Berlin 2002
- Steins Bisschop (1989)*, B.T.M. Steins Bisschop, De Europese regulering van openbare biedingen op aandelen, TVVS 1989, p. 241-247
- Steins Bisschop (1991)*, B.T.M. Steins Bisschop, De beperkte houdbaarheid van beschermingsmaatregelen bij beursvennootschappen, Een analyse aan de hand van certificering, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 13, Deventer 1991
- Steins Bisschop (1998)*, B.T.M. Steins Bisschop, Gewijzigd voorstel Dertiende Richtlijn van 11 november 1997, TVVS 1998, p. 80-82
- Stephan (2001)*, K.-D. Stephan, Germany, in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 193-236
- Stichting Belangenbehartiging Beleggers RNA (2001)*, Stichting Belangenbehartiging Beleggers RNA (SBBR), Kleine aandeelhouders in Rodamco N.A. zwaar gedupeerd: zij eisen dezelfde premie als ABP (persbericht), Rotterdam 28 september 2001
- Storm (2001)*, P.M. Storm, in: Verslag van de vergadering van de Vereeniging 'Handelsrecht' van 29 september 2000 over de Implementatie van de Dertiende Richtlijn naar aanleiding van de preadviezen van L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Deventer 2001, p. 101-102

- Strothmann (2001)*, Y. Strothmann, German Securities Acquisition and Takeover Act (Wertpapiererwerbs- und Unternehmensübernahmegesetz), Köln 2001
- Sunt (2001)*, C. Sunt, Belgium, in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 67-94
- Surbey (2002)*, R. Surbey, Slovak Republic, in: D. Simeonov e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the Emerging EU: Accession and Candidate States, Old Woking 2002, p. 345-395
- Sußmann (2002)*, R. Süßmann, Begriffsbestimmungen; Zurechnung von Stimmrechten, in: S. Geibel en R. Süßmann, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Kommentar, München 2002, p. 416-431
- Swennen (1973)*, H. Swennen, Openbaar bod op aandelen in België, Maandblad NV 1973, p. 9-14
- Tark & Co (2000)*, Tark & Co, Takeover Law Adopted, Estland (z.pl.) 2000
- Technau (2002)*, K. Technau, Übernahmerechtliche Austrittsrechte in Verschmelzungsfällen, AG 2002, p. 260-266
- Teichmann (2004)*, C. Teichmann, Austrittsrecht und Pflichtangebot bei Gründung einer Europäischen Aktiengesellschaft, AG 2004, p. 67-83
- Thaeter (2003)*, R. Thaeter, Pflichtangebote, in: R. Thaeter en T.O. Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, Recht und Praxis der Übernahme börsennotierter Unternehmen, München 2003, p. 112-134
- Thaeter/Brandi (2003)*, R. Thaeter en T.O. Brandi (Hrsg.), Öffentliche Übernahmen, Recht und Praxis der Übernahme börsennotierter Unternehmen, München 2003
- Thoma (1996)*, G.F. Thoma, Der neue Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission, ZIP 1996, p. 1725-1734
- Thorn & Lunder (2001)*, Thorn & Lunder, Takeover Law Takes Off, Slovenia (z.pl.) 2001
- Thun (2002)*, A. Thun, Gegenleistung, in: S. Geibel en R. Süßmann, Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG), Kommentar, München 2002, p. 432-461
- Timmerman (1996)*, L. Timmerman, Plan voor de herziening van de fusiecode, Maandblad NV 1996, p. 66-70
- Timmerman (1998)*, L. Timmerman, Tegen het verplichte bod, in: P.C. van den Hoek e.a., Corporate Governance voor juristen, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 30, Deventer 1998, p. 105-117
- Timmerman (1999/1)*, L. Timmerman, Harmonisatie van het vennootschaps- en effectenrecht via het concernrecht, Ondernemingsrecht 1999, p. 102-104
- Timmerman (1999/2)*, L. Timmerman, Een gunstiger klimaat voor zeggenschap van aandeelhouders van Nederlandse beursfondsen, RM Themis 1999, p. 272-283
- Timmerman (1999/3)*, L. Timmerman, Kroniek van het vennootschapsrecht, NJB 1999, p. 1495-1501
- Timmerman (2000)*, L. Timmerman, De dertiende EG-richtlijn en het Wetsvoorstel doorbreking beschermingsconstructies, Ondernemingsrecht 2000, p. 123-125

- Timmerman (2002/1)*, L. Timmerman, Bescherming van minderheidsaandeelhouders tegen de meerderheidsaandeelhouder bij een beursvennootschap, in: B.M. van Beek e.a., Een bewezen bestaansrecht, Lustrumbundel 2002 Vereniging voor Effectenrecht, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 71, Deventer 2002, p. 409-417
- Timmerman (2002/2)*, L. Timmerman, Hebben wij in Nederland nog behoefte aan concernrecht?, in: L. Timmerman e.a., Concernverhoudingen, Serie vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 69, Deventer 2002, p. 1-11, 126-129 (verslag van de discussie)
- Timmerman (2002/3)*, L. Timmerman, De internationalisering van het effectenverkeer ofwel de opleving van de leer van de statutaire zetel, Ondernemingsrecht 2002, p. 167-170
- Timmerman (2002/4)*, L. Timmerman, Waarom ik tegen de Dertiende Richtlijn ben, Ondernemingsrecht 2002, p. 491
- Timmerman (2003)*, L. Timmerman, De positie van de groot- en minderheidsaandeelhouder in een beursvennootschap vanuit rechtsvergelijkend perspectief, in: L.J. Hijmans van den Bergh e.a., Nederlands ondernemingsrecht in grensoverschrijdend perspectief, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 40, Deventer 2003, p. 79-92
- Timmerman/Doorman (2002)*, L. Timmerman en A. Doorman, Rights of minority shareholders in the Netherlands, A report written for the XVIth World Congress of the International Academy of Comparative Law, Groningen 2002
- Timmermans (1989)*, C.W.A. Timmermans, Voorstel dertiende EEG-Richtlijn vennootschapsrecht betreffende het openbare bod, TVVS 1989, p. 149-150
- Timmermans (2002)*, C.W.A. Timmermans, Europees vennootschapsrecht, SEW 2002, p. 248-252
- TMI (2003)*, TMI Associates, Mergers and Acquisitions in Japan, Tokyo 2003
- Tschäni (1994)*, R. Tschäni, Öffentliche Übernahmeangebote im Börsengesetz und im EG-Recht, AJP 1994, p. 308-318
- Übernahmekommission (1996)*, Übernahmekommission, Anmerkungen zum Übernahmekodex Börsensachverständigenkommission, Frankfurt am Main 1996
- Übernahmekommission (1998)*, Übernahmekommission, Anmerkungen zu den Änderungen des Übernahmekodex ab 1. Januar 1998, Frankfurt am Main 1998
- Übernahmekommission (1999)*, Übernahmekommission, Drei Jahre Übernahmekodex, Frankfurt am Main 1999
- U.Chi.L.Rev. (1952)*, auteur onbekend, Sale of Corporate Control, U.Chi.L.Rev. 1952, p. 869-872
- Uriá & Menéndez (2001)*, Uriá & Menéndez, Spanish Regulations on Public Bids, Madrid 2001
- Uriá & Menéndez (2003)*, Uriá & Menéndez, Recent tender offer regulation reform in Spain, Madrid 2003

- Valk (2000)*, N.K. Valk, De dertiende richtlijn vennootschapsrecht inzake het overnamebod en het wetsvoorstel beschermingsconstructies, V&O 2000, p. 81-83
- Vandeginste (1991)*, S. Vandeginste, Het toepassingsgebied van de Belgische regeling inzake openbare overnameaanbiedingen vanuit grensoverschrijdend perspectief, TRV 1991, p. 400-408
- Vassogne/Loy/Cardi (2001)*, T. Vassogne, M. Loy en B. Cardi, France, in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 155-191
- VEB (2002)*, Vereniging van Effectenbezitters, Reactie op het Consultatiedocument verplicht bod (2002), Amsterdam april 2002
- Van Veen (2003)*, W.J.M. van Veen, Over het aandeelhouderschap en statutaire verplichtingen, WPNR 2003/6520, p. 137-147
- Veerbeek (2003)*, H.J.E. Veerbeek, De flexibiliteit van het pandrecht op aandelen, O&F 2003/57, p. 23-33
- Verdam (1995)*, A.F. Verdam, Corporate Opportunities, Over de toeëigening door functionarissen van aan de vennootschap toebehorende business opportunities, Serie Center for Company Law, z.pl. 1995
- Verklaringen voor de Raadsnotulen (1999)*, Verklaringen voor de notulen van de Raad van Ministers van 21 juni 1999, Interinstitutioneel dossier: 1995/0341 (COD), ook te kennen uit Van Solinge/Nieuwe Weme (1999), p. 751-752
- Verklaring voor de Raadsnotulen (2003)*, Verklaring voor de notulen van de Raad van Ministers van 27 november 2003, Interinstitutioneel dossier: 2002/0240 (COD)
- VEUO (2002)*, Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen, Reactie op het Consultatiedocument verplicht bod (2002), Den Haag april 2002
- Viandier (2003)*, A. Viandier, OPA, OPE et autres offres publiques, Levallois 2003
- Vlas (1999)*, P. Vlas, Rechtspersonen, Praktijkreeks IPR, deel 9, Deventer 1999
- Vlas (2002)*, P. Vlas, Rechtspersonen, Praktijkreeks IPR, deel 9, Deventer 2002
- Vletter-van Dort (2001)*, H.M. Vletter-van Dort, Gelijke behandeling van beleggers bij informatieverstrekking, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht Rijksuniversiteit Groningen, deel 37, Deventer 2001
- Vletter-van Dort (2003)*, H.M. Vletter-van Dort, Het eisen van additionele informatie omtrent een openbaar bod, Ondernemingsrecht 2003, p. 290-296
- VNO-NCW (2002)*, Verbond van Nederlandse Ondernemers (VNO) en Nederlands Christelijk Werkgeversverbond (NCW), Reactie op het Consultatiedocument verplicht bod (2002), Den Haag 11 april 2002
- Van de Vorst (2001)*, M.H. van de Vorst, Voorwetenschapperikelen rond het openbaar bod, Ondernemingsrecht 2001, p. 514-519
- De Vos (2000)*, C. De Vos, OBA richtlijn op komst, DAOR 2000-2001, p. 10-12
- Vossestein (2002)*, G.-J. Vossestein, Nieuw voorstel Europese prospectusrichtlijn, Ondernemingsrecht 2002, p. 482-484
- De Vries (1999)*, P.P.F. de Vries, Brussel bedankt, Effect 1999/8, p. 3

- The Wall Street Journal* (2000), auteur onbekend, The handbag war, WSJ 22 December 2000
- Weinberg/Blank* ([jaar]), Weinberg and Blank on Takeover and Mergers (losbl.), consultant editor: L. Rabinowitz, London
- Weisgerber* (1997), T. Weisgerber, Der Übernahmekodex in der Praxis, ZHR 1997, p. 421-434
- Werner* (1989), W. Werner, Probleme "feindlicher" Übernahmeangebote im Aktienrecht, Berlin/New York 1989
- Whalley* (2000), M. Whalley, Australia, in: M. Whalley en F.-J. Semler (ed.), International Business Acquisitions, The Hague/London/Boston 2000, p. 7-20
- Wiesbrock* (2003), M.R. Wiesbrock, Erfordernis eines Pflichtangebots nach dem Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz bei gleichzeitigem Vorliegen der Voraussetzungen eines Squeeze-out?, DB 2003, p. 2584-2586
- Wiesner* (2004), P.M. Wiesner, Die neue Übernahmerichtlinie und die Folgen, ZIP 2004, p. 343-350
- Willems* (2000), J.H.M. Willems, De enquêteprocedure: een efficiënte dienstmaagd, in: A.F.J.A. Leijten e.a., Conflicten rondom de rechtspersoon, Serie Monografieën vanwege het Van der Heijden Instituut, deel 62, Deventer 2000, p. 29-45
- Winter* (1998), J.W. Winter, Stemmen op afstand via het Communicatiekanaal Aandeelhouders, in: P.C. van den Hoek, Corporate Governance voor juristen, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 30, Deventer 1998, p. 81-103
- Winter* (2001), J.W. Winter, Tunneltjes graven, Ondernemingsrecht 2001, p. 217-218
- Winter* (2002), J.W. Winter, De Europese vennootschap als *sluis* voor in- en uitvoer van vennootschapsrecht, NJB 2002, p. 2034-2040
- Wirth/Weiler* (1998), G. Wirth en L. Weiler, Änderung des Übernahmekodex ab 1.1.1998: Das erweiterte Pflichtangebot, DB 1998, p. 117-120
- Wist/Rosenlew* (2001), T. Wist en N. Rosenlew, Finland, in: N. Harvey e.a., A Practitioner's Guide to Takeovers and Mergers in the European Union, Old Woking 2001, p. 119-149
- Wouters* (1991), J. Wouters, Harmonisering van de regels betreffende openbare biedingen in de Europese Gemeenschap, Een transatlantisch perspectief op het voorstel voor een dertiende richtlijn (deel I en deel II), TRV 1991, p. 3-21, 59-81
- Wouters* (1993), J. Wouters, Gezamenlijke controle, verplicht overnamebod en gelijke behandeling der aandeelhouders, RW 1993, p. 625-633
- Wouters* (1998), J. Wouters, Het wetsvoorstel beschermingsconstructies in Europees perspectief, in: D.C. Buijs en J. Wouters, Het wetsvoorstel beschermingsconstructies, Preadvis van de Vereniging 'Handelsrecht', Deventer 1998, p. 65-135
- Wymeersch* (1989), E. Wymeersch, Aspecten van beursovername van ondernemingen, in: C.G. Trojan e.a., Bedrijfsjuridische opstellen over de Europese eenwording na 1992, Zwolle 1989, p. 93-113
- Wymeersch* (1991/1), E. Wymeersch, L'offre publique d'achat obligatoire, The Mandatory Take-over Bid, RDAI/IBLJ 1991, p. 625-643

- Wymeersch (1991/2)*, E. Wymeersch, Cession de contrôle et offres publiques obligatoires, RPS 1991, p. 151-242
- Wymeersch (1992/1)*, E. Wymeersch, Verplicht overnamebod - Een kritische ontleding, Bank Fin. 1992, p. 85-98
- Wymeersch (1992/2)*, E. Wymeersch, The Mandatory Bid: A Critical View, in: K.J. Hopt en E. Wymeersch (red.), European Takeovers, Law and Practice, London 1992, p. 351-368
- Wymeersch (1993)*, E. Wymeersch, The Regulation of Takeover Bids in a Comparative Perspective, Zentrum für Europäisches Wirtschaftsrecht, Nr. 31, Bonn 1993
- Wymeersch (1994)*, E. Wymeersch, De regulering van overnamebiedingen in een rechtsvergelijkend perspectief, Een vergelijkend onderzoek naar ondernemingsstructuren, Diegem 1994
- Wymeersch (1996/1)*, E. Wymeersch, The Regulation of Takeover Bids in a Comparative Perspective, Legal and Economic Analyses on Integration and Harmonization, in: R.M. Buxbaum e.a. (red.), European Economic and Business Law, Berlin/New York 1996, p. 291-323
- Wymeersch (1996/2)*, E. Wymeersch (ed.), The proposal for a 13th Company Law Directive on takeovers: a multi-jurisdiction survey (deel 1 en 2), EFSL 1996, p. 301-307; EFSL 1997, p. 2-7
- Wymeersch (1998)*, E. Wymeersch, Gelijkenissen en verschillen tussen de Nederlandse en Belgische systemen van Corporate Governance, in: P.C. van den Hoek e.a., Corporate Governance voor juristen, Uitgave vanwege het Instituut voor Ondernemingsrecht, deel 30, Deventer 1999, p. 59-80
- Wymeersch (2002)*, E. Wymeersch, Übernahmeangebote und Pflichtangebote, ZGR 2002, p. 520-545
- Xavier, Bernardes, Bragança (2003)*, Xavier, Bernardes, Bragança, Statutory Tender Offer Requirements in Private Equity Transactions, Rio de Janeiro 2003
- Zaman (2001)*, D.F.M.M. Zaman, in: Verslag van de vergadering van de Vereeniging 'Handelsrecht' van 29 september 2000 over de Implementatie van de Dertiende Richtlijn naar aanleiding van de preadviezen van L.J. Hijmans van den Bergh en G. van Solinge, Deventer 2001, p. 103-104
- Zevenbergen (2004)*, B. Zevenbergen, Claimemissie Hagemeyer succesvol, Vrees banken dat zij met aandelen zouden blijven zitten, komt niet uit, HFD 28 januari 2004
- Zinser (2000)*, A. Zinser, Pflichtangebotsregelungen in europäischen Staaten, NZG 2000, p. 573-578
- Zurita (1980)*, J. Zurita, La oferta pública de adquisición, Madrid 1980
- Zwissler (1999)*, Th. Zwissler, Übernahmerecht in Österreich, Das neue österreichische Übernahmengesetz, AG 1999, p. 411-417

AFKORTINGEN, TERMINOLOGIE

I	Eerste Kamer der Staten-Generaal
II	Tweede Kamer der Staten-Generaal
§	paragraaf
AA	Ars Aequi
aant.	aantekening
Abs.	Absatz
achterblijvende effectenhouders	de effectenhouders die overblijven nadat een ander de controle heeft verworven
AER	American Economic Review
AEX	Amsterdam Exchanges NV
AFM	1. Autoriteit Financiële Markten 2. the Netherlands Authority for the Financial Markets
AJP	Aktuelle Juristische Praxis
AG	1. Aktiengesellschaft 2. Die Aktiengesellschaft, Zeitschrift für das gesamte Aktienwesen, für deutsches, europäisches und internationales Unternehmens- und Kapitalmarktrecht
A-G	advocaat-generaal
AK	administratiekantoor
AktG	Aktiengesetz
AMF	Autorité des marchés financiers
Am.J.Comp.L.	The American Journal of Comparative Law
AMvB	Algemene Maatregel van Bestuur
AMX	Amsterdamse Midkap-index
ARO	Actuele Rechtspraak Ondernemingspraktijk
art.	1. artikel(en) 2. article(s)
AvA	algemene vergadering van aandeelhouders
a.w.	aangehaald werk
Awb	Algemene wet bestuursrecht
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Bank- en Effectenbedrijf	Maandblad van het Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf

Bank Fin.	Bank- en Financiewezen/Revue de la Banque
BB	Betriebs-Berater, Zeitschrift für Recht und Wirtschaft
Bb	Bedrijfsjuridische berichten
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel
De Benedetti-KB	Koninklijk besluit van 8 november 1989 op de openbare overnamebiedingen en de wijzigingen in de controle op vennootschappen
bewilligde certificaten	certificaten van aandelen die met medewerking van de vennootschap zijn uitgegeven
bieddrempel, biedgrens	de drempel of grens bij overschrijding waarvan een biedplicht ontstaat
biedingsregeling, biedingsregels	Hoofdstuk II A Wte 1995 (Openbaar bod op effecten) en de bij of krachtens AMvB te stellen regels inzake een openbaar bod, waaronder hoofdstuk III A Bte 1995
biedplicht	de wettelijke of statutaire verplichting om een openbaar bod uit te brengen
bijv.	bijvoorbeeld
Börsenverordnung der EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankkommission über die Börsen und den Effektenhandel
B.S.	Belgisch Staatsblad
BSK	Börsensachverständigenkommission beim Bundesministerium der Finanzen
Bte 1995	Besluit toezicht effectenverkeer 1995
BV	besloten vennootschap
BW	Burgerlijk Wetboek
Calif.L.Rev.	California Law Review
CBB	College van Beroep voor het bedrijfsleven
CBF	Commissie voor het Bank- en Financiewezen
CBFA	Commissie voor het Bank-, Financie- en Assurantiewezen
CBV	Conseil des bourses de valeurs
CDV	Controledienst voor de Verzekeringen
CEPS	Centre for European Policy Studies
CFA	Commissie voor Fusieaangelegenheden van de SER
City Code	City Code on Takeovers and Mergers
CMF	Conseil des marchés financiers
CML-Rev.	Common Market Law Review

CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
COB	Commission des Opérations de Bourse
Code Tabaksblad	De Nederlandse corporate governance code
Colum.Bus.L.Rev.	Columbia Business Law Review
Colum.L.Rev.	Columbia Law Review
Commissie	Europese Commissie
Commissie Tabaksblad	Commissie corporate governance
Consob	Commissione Nazionale per le Società e la Borsa
Consob Regolamento 11971/1999	Regolamento recante norme di attuazione del decreto legislative 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di emittenti
controle	de situatie waarin een effectenhouder een dusdanig belang houdt in een vennootschap dat hij een verplicht bod moet uitbrengen
controlerend effectenhouder	de effectenhouder die de controle heeft in de vennootschap
Cornell L.Q.	Cornell Law Quarterly
DAOR	Le Droit des Affaires/Het Ondernemingsrecht
DAX	Deutscher Aktienindex
DB	Der Betrieb, Wochenschrift für Betriebswirtschaft, Steuerrecht, Wirtschaftsrecht, Arbeitsrecht
d.d.	de dato
Decreto Legislativo 58/1998	Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58: Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria, ai sensi degli articoli 8 e 21 della legge 6 febbraio 1996, n. 52
Directive	Thirteenth EC Directive of 21 April 2004 on takeover bids
doelvennootschap	de vennootschap wier effecten het object van het verplicht bod zijn
DTI	The Department of Trade and Industry
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
ECGI	European Corporate Governance Institute
ECL	European Company Law
ed.	edited
e.d.	en dergelijke
e.g.	exempli gratia
EEA	European Economic Area
EEG	Europese Economische Gemeenschap

EER	1. Europese Economische Ruimte 2. Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte
effectenhouder	houder van aandelen, certificaten of rechten op (certificaten van) aandelen
EFSL	European Financial Services Law
EG	Europese Gemeenschap
EG-Verdrag	Verdrag tot oprichting van de Europese Gemeenschap
E.L.Rev.	European Law Review
enz.	enzovoort
ERIM	Erasmus Research Institute of Management
ESB	Economische Statistische Berichten
ESC	Economisch en Sociaal Comité
ESOP	employee stock ownership plan
etc.	et cetera
EU	1. Europese Unie 2. European Union
Euronext	Euronext NV
Euronext Amsterdam	Euronext Amsterdam NV
EuZW	Europäische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
e.v.	en volgende
excl.	exclusief
FBE	The Banking Federation of the European Union
FESE	Federation of European Securities Exchanges
FNV	Federatie Nederlandse Vakbeweging
Fondsenreglement	Fondsenreglement Euronext Amsterdam
FR	Fondsenreglement Euronext Amsterdam
FSA	Financial Services Authority
FT	Financial Times
Fusiecode 1975	SER-besluit Fusiegedragsregels 1975
Fusiecode 2000	SER-besluit Fusiegedragsregels 2000
Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht	Gecombineerde Commissie Vennootschapsrecht van de Nederlandse Orde van Advocaten en de Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
Harv.L.Rev.	Harvard Law Review
HFD	Het Financieele Dagblad
HR	Hoge Raad der Nederlanden
Hrsg.	herausgegeben

HvJEG	Hof van Justitie van de Europese Gemeenschappen
ICCLJ	International Comparative Corporate Law Journal
ICCLR	International Company and Commercial Law Review
i.e.	id est
IFLR	International Financial Law Review
i.h.b.	in het bijzonder
Inc.	incorporated
IPO	initial public offering
IPR	internationaal privaatrecht
IRLE	International Review of Law and Economics
J.Bank.Fin	Journal of Banking and Finance
JBL	Journal of Business Law
J.Bus.Fin.&Acc.	Journal of Business Finance & Accounting
JF	The Journal of Finance
JFE	Journal of Financial Economics
JIBL	1. Journal of International Business Law 2. Journal of Irish Business Law 3. Journal of International Banking Law
JIE	The Journal of Industrial Economics
JLE	Journal of Law and Economics
JLEO	The Journal of Law, Economics & Organization
jo.	juncto
JOR	Jurisprudentie Onderneming & Recht
JPE	Journal of Political Economy
JutD	Juridisch up to Date
kapitaalverschaffers	aandeelhouders en certificaathouders
KB	Koninklijk Besluit
KNB	Koninklijke Notariële Beroepsorganisatie
lit.	litera
L.J.	Law Journal
LJIL	Leiden Journal of International Law
LMV	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
losbl.	losbladig
LSE	London Stock Exchange
Ltd.	limited

Maandblad NV	Maandblad De Naamloze Vennootschap
MAB	Maandblad voor accountancy en bedrijfs-economie
mld.	miljard
mln.	miljoen
m.n.	met name
MNW	M.P. Nieuwe Weme
NJ	Nederlandse Jurisprudentie
NJB	Nederlands Juristenblad
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
n.g.	niet gepubliceerd
No.	number
no.	numéro
nr.	nummer(s)
NRC	NRC Handelsblad
nt.	met noot van
NTER	Nederlands tijdschrift voor Europees recht
N.U.L.Rev.	Northwestern University Law Review
NV	naamloze vennootschap
NYSE	New York Stock Exchange
N.Y.U.L.Rev.	New York University Law Review
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
O&F	Onderneming & Financiering
OK	Ondernemingskamer van het gerechtshof te Amsterdam
o.m.	onder meer
OM	openbaar ministerie
de onderzochte landen	het Verenigd Koninkrijk, Duitsland, Frankrijk, België, Italië, Spanje en Zwitserland
OPA	1. offre publique d'acquisition; offre publique d'achat 2. offerta pubblica di acquisto 3. oferta pública de adquisición
OPE	offre publique d'échange
openbaar bod	een door middel van een openbare mededeling gedaan aanbod op effecten
OR	ondernemingsraad
OWM	onderlinge waarborgmaatschappij

p.	pagina
Panel	Panel on Takeovers and Mergers
PbEG	Publicatieblad van de Europese Gemeenschappen
PbEU	Publicatieblad van de Europese Unie
PE	Parlement européen
PLC	public limited company (tijdschrift)
Plc.	public limited company
p.m.	pro memoria
Pres.	president
Q.J.E.	The Quarterly Journal of Economics
Raad	Raad van Ministers van de Europese Unie
Rb.	rechtbank
RDAI/IBLJ	Revue de Droit des Affaires Internationales/International Business Law Journal
RDBB	Revue de Droit Bancaire et de la Bourse
Real Decreto 1197/1991	Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre regimen de ofertas publicas de adquisicion de Valores
Règlement der EBK	Règlement über die Eidgenössische Banken- kommission vom 20. November 1997
Règlement der UEK	Règlement der Kommission für öffentliche Kaufangebote (Übernahmekommission)
Règlement Général du CMF	Règlement général du Conseil des Marchés Financiers
Règlement no. 2002-04 de la COB	Règlement no. 2002-04 de la Commission des Opérations de Bourse de la COB
resterende effectenhouders	de effectenhouders die achterblijven nadat een ander de controle heeft verworven
Rev. soc.	Revue des sociétés
RFS	The Review of Financial Studies
Richtlijn	Dertiende EG-richtlijn van 21 april 2004 betreffende het openbaar overnamebod
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RM Themis	Rechtsgeleerd Magazijn Themis
Rn.	Randnummer
ro.	rechtsoverweging
RPS	Revue pratique des Sociétés civiles et commer- ciales

Rv	Wetboek van Burgerlijke Rechtsvordering
RvC	raad van commissarissen
RW	Rechtskundig Weekblad
SA	1. sociedad anónima 2. société anonyme
SARs	The Rules Governing Substantial Acquisitions of Shares
SI-EUR	Sanders Instituut, Erasmus Universiteit Rotterdam
SCGOP	Stichting Corporate Governance Onderzoek voor Pensioenfondsen
SE	Societas Europaea
SEC	Securities and Exchange Commission
SER	Sociaal-Economische Raad
SEW	Sociaal Economische Wetgeving, Tijdschrift voor Europees en economisch recht
SpA	società per azioni
SPD	Sozialdemokratische Partei Deutschlands
SSE/EFI	Stockholm School of Economics/The Economic Research Institute
Stb.	Staatsblad
Stcrt.	Staatscourant
STE	Stichting Toezicht Effectenverkeer
SUERF	Société Universitaire Européenne de Recherches Financières
S&V	Stichting & Vereniging
SV&V	Stichting, Vereniging en Vennootschap
SZW	Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
TPR	Tijdschrift voor Privaatrecht
TRV	Tijdschrift voor rechtspersoon en vennootschap
TvE	Tijdschrift voor Effectenrecht
TVVS	TVVS Maandblad voor ondernemingsrecht en rechtspersonen
Übernahmekodex	Übernahmekodex der Börsensachverständigenkommission
Übernahme-Kodex	Schweizerischer Übernahme-Kodex
Übernahme-kommission	Kommission für öffentliche Kaufangebote
Übernahmeverordnung	Verordnung der Kommission für öffentliche Kaufangebote der UEK
U.Chi.L.Rev.	University of Chicago Law Review

UCR	University of California, Riverside
UEK	Kommission für öffentliche Kaufangebote (Übernahmekommission)
U.Pa.L.Rev.	University of Pennsylvania Law Review
VEB	Vereniging van Effectenbezitters
verplicht bieden	de persoon die een verplicht bod uitbrengt
verplicht bod	verplicht openbaar bod op effecten
VEUO	Vereniging van Effecten Uitgevende Ondernemingen
V&F	Vennootschapsrecht & Fiscaliteit
vgl.	men vergelijk
Virginia L.Rev.	Virginia Law Review
VNO-NCW	Verbond van Nederlandse Ondernemers- Nederlands Christelijk Werkgeversverbond
V&O	Vennootschap & Onderneming
VOF	vennootschap onder firma
vrijwillig bod	vrijwillig openbaar bod op effecten
VS	Verenigde Staten
Wbb	Wet bestuursrechtspraak bedrijfsorganisatie
WBO	Wet op de bedrijfsorganisatie
WCC	Wet conflictenrecht corporaties
WED	Wet op de economische delicten
WEOR	Wet op de Europese ondernemingsraden
Wet Vpb 1996	Wet op de vennootschapsbelasting 1969
Wft	Wet op het financieel toezicht
WM	Wertpapier Mitteilungen; Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
Wmz 1996	Wet melding zeggenschap in ter beurse genoemde vennootschappen 1996
WOR	Wet op de ondernemingsraden
WPNR	Weekblad voor Privaatrecht, Notariaat en Registratie
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
WSJ	The Wall Street Journal
WSJE	The Wall Street Journal Europe
Wtb	Wet toezicht beleggingsinstellingen
Wte 1995	Wet toezicht effectenverkeer 1995
Wtk 1992	Wet toezicht kredietwezen 1992
Yale L.J.	The Yale Law Journal

zgn.	zogenoemd(e)
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht
z.j.	zonder jaartal
z.pl.	zonder plaatsnaam

Aandelen

- op naam 9.6.2(d)
- certificaten van - → zie Certificaten van aandelen
- door doelvennootschap gehouden - 7.4.3(f)
- liquide - 9.6.3(b)
- preferente - 7.4.1(b), 7.4.3(c), 8.5.4, 9.5.1(a), 9.6.2(d)
- prioriteits- 7.4.3(b), 9.6.2(d)
- rechten op - → zie Rechten op effecten
- vergoeding in de vorm van - 9.6.3(b)
- verplicht bod op - 9.5.1(a)
- verplicht bod op een deel van de - (partieel bod) 2.2.4, 8.5.3, 9.5.2

Aandeelhoudersvergadering

- agenderingsrecht 2.2.8, 2.3.1(a), 5.5.6
- besluitvorming over statutaire afwijking 5.5.4, 5.5.6
- bijeenroepen van - 2.2.8, 2.3.1(a)
- deelname aan - 10.6.1(d)
- verlenen van dispensatie van de biedplicht 8.4

Aanmeldingstermijn

- aankopen tijdens de - 9.6.2(g)

Aansprakelijkheid voor onbehoorlijk bestuur of toezicht 2.3.1(a), 10.6.1(d)

Aantasting van besluiten en rechtshandelingen 2.3.1(a), 10.6.1(d), 10.6.2

Aanwijzing 10.5.1(c)

Aard van het verplicht bod

- lex societatis 5.2
- regel van marktrecht 5.2
- regel van vennootschapsrecht 5.2

Absenteïsme 7.4.2, 7.4.3(e)

Abusievelijk verwerven van de controle 8.3

Acceptance condition 9.7

Acting in concert 7.5, 8.5.10, 8.6.10

Administratiekantoor

- verplicht bod gericht tot - 9.5.1(a)
- vrijstelling van de biedplicht voor - 8.5.5

* Verwezen wordt naar paragrafen en hoofdstukken.

Afgeleide instrumenten → zie Rechten op effecten

AFM 10.2 → zie ook Toezicht

Afstempeling 8.5.8

Afwijking van de verplicht bod-regeling 3.6, 5.5

Agenderingsrecht 2.2.8, 2.3.1(a), 5.5.6

AK

verplicht bod gericht tot - 9.5.1(a)

vrijstelling van de biedplicht voor - 8.5.5

AMF 4.4

Angebotsplicht 4.8

Anti-overvalstichting → zie ook Beschermingsconstructies

verplicht bod gericht tot - 9.5.1(a)

vrijstelling van de biedplicht voor - 8.5.4

Appraisal statutes 4.1

Asset-freeze statutes 4.1

Australië

verplicht bod-regeling in - 4.1

Austrittsrecht 2.3.1(c)

Autoriteit Financiële Markten 10.2 → zie ook Toezicht

AvA → zie Aandeelhoudersvergadering

BaFin 4.3

Bedrog 10.6.1(d)

Beheer

overdracht van effecten ten titel van - 8.5.5, 10.6.2

BEHG 4.8

Beleggingsmaatschappij

- met veranderlijk kapitaal 8.6.11

fiscale - 8.6.12

Beleid

wan- 2.2.8, 10.6.1(d)

wijziging van het - van de vennootschap 2.2.6

België

verplicht bod-regeling in - 4.5

Benedetti-KB 4.5

Beroep tegen beslissingen van de AFM 10.7

Bescherming

- door beschermingsconstructies 2.2.2, 2.3.1(b)

- door bestaande regels 2.3.1(a)

- tegen een onevenredige verdeling van de controlepremie 2.2.1(b)

- tegen machtsmisbruik 2.2.2

Beschermingsconstructies → zie ook Certificering van aandelen

bescherming tegen machtsmisbruik door - 2.2.2, 2.3.1(b)

- compensatie voor het verlies van - 2.2.9
- invloed van - op de controle 7.4.3
- ontmanteling van - 2.2.9, 9.8
- vrijstelling van de biedplicht in geval van - 7.4.3, 8.5.4, 8.5.5
- white knight 8.5.4
- Besloten vennootschappen 6.4.2
- Besluit
 - van de AvA inzake statutaire afwijking 5.5.4, 5.5.6
 - nietig - 2.3.1(a), 10.6.1(d)
 - schorsing van een - 10.6.2
 - vernietiging van een - 2.3.1(a), 10.6.1(d), 10.6.2
- Bestaande controlerende belangen 8.5.1
- Best price rule 9.6.2(g)
- Bestuurder
 - aansprakelijkheid voor onbehoorlijk bestuur 2.3.1(a), 10.6.1(d)
 - benoeming van een - 10.6.2
 - ontslag van een - 10.6.2
 - schorsing van een - 10.6.2
- Bestuurlijke boete 10.6.1(b)
- Bestuurlijk oordeel 10.5.2
- Bestuursrechtelijke sancties 10.6.1(b)
- Beursnotering
 - beëindiging van de - 2.3.3(e)
 - met behoud van controle 8.5.2
- Beursvennootschappen 6.4.1(a)
- Bevel
 - tot het afbouwen van een controlerend belang 10.6.2
 - tot het onthouden van het verkrijgen van effecten 10.6.2
- Bevoegde rechter 10.7.2
- Bevoegde toezichthouder
 - in internationale verhoudingen 10.8
 - in Nederland 10.2
- Bevoegdheden van de toezichthouder 10.5, 10.6
- Bewaarders 8.5.5
- Bewilligde certificaten 7.4.3(a)
- Bieddrempel 7.4.2 → zie ook Controle
- Bieder
 - financieringsproblemen van de - 2.3.3(a), 9.5.2, 9.6.3(b)
 - persoon die het bod uitbrengt 9.4
- Biedgrens 7.4.2 → zie ook Controle
- Biedingsregels 5.6
- Biedplicht → zie Verplicht bod
- Biedprijs → zie Vergoeding

- Bijeenroeping van aandeelhoudersvergadering 2.2.8, 2.3.1(a), 5.5.6
- Blocking minority 2.2.8
- Blokkerende minderheid 2.2.8
- Blokkeringsregeling
 - door - voorkomen dat de controle wordt verworven 2.3.1(f)
- Börsenverordnung der EBK 4.8
- Brazilië
 - verplicht bod-regeling in - 4.1
- Buitenlandse effectenhouders 9.5.3
- Buitenlandse verplicht bod-regelingen 4
 - België 4.5
 - Duitsland 4.3
 - Frankrijk 4.4
 - Italië 4.6
 - Japan 4.1
 - Overige - 4.1
 - Spanje 4.7
 - Verenigde Staten 4.1
 - Verenigd Koninkrijk 4.2
 - Zwitserland 4.8
- Bulgarije
 - verplicht bod-regeling in - 4.1
- Business combination statutes 4.1
- Call-opties → zie Rechten op aandelen
- Cash-out statutes 4.1
- CBF 4.5
- CBFA 4.5
- Certificaten van aandelen → zie ook Beschermingsconstructies
 - bewilligde - 7.4.3(a)
 - in aanmerking nemen van - voor het bepalen van de controle 7.4.3(a)
 - door doelvennootschap gehouden - 7.4.3(f)
 - rechten op - → zie Rechten op effecten
 - stemvolmacht voor houders van - 2.2.9, 7.4.3(a)
 - vergoeding in de vorm van - 9.6.3(b)
 - verplicht bod op - 9.5.1(a)
 - verplicht bod op een deel van de - (partieel bod) 2.2.4, 8.5.3, 9.5.2
- Chain principle 7.6, 8.5.11
- China
 - verplicht bod-regeling in - 4.1
- City Code 4.2
- Civielrechtelijke sancties 10.6.1(d), 10.6.2
- Claims → zie Rechten op effecten

- Closed-end beleggingsmaatschappij 8.6.11
- CMF 4.4
- CNMV 4.7
- COB 4.4
- Codificatie
 - van ongeschreven verplicht bod-regeling 2.2.10
- Cold shoulder rule 10.6.1(b)
- Commissaris
 - aansprakelijkheid voor onbehoorlijk toezicht 2.3.1(a), 10.6.1(d)
 - benoeming van een - 10.6.2
 - ontslag van een - 10.6.2
 - schorsing van een - 10.6.2
- Comparable offer-rule 9.6.2(e)
- Compensatie
 - voor de waardedaling van de resterende effecten 2.2.7
 - voor het verlies van beschermingsconstructies 2.2.9
- Comply or explain 5.5.5
- Concentratie van effectenbezit 2.3.3(c)
- Concern
 - indirecte controle 7.6, 8.5.11
 - vaststellen van de controle bij een holdingstructuur 7.4.1(b)
 - vergoeding in de vorm van door groepsmaatschappij van bieder uitgegeven effecten 9.6.3(b)
 - verplicht bod door groepsmaatschappij van controlerend effectenhouder 9.4
 - vrijstelling bij herstructurering binnen -verband 8.5.7
- Concurrentiepositie van Nederland 2.2.3
 - kapitaalkosten van Nederlandse ondernemingen 2.2.3(a)
 - vestigingsplaats voor buitenlandse ondernemingen 2.2.3(c)
 - vlucht naar buitenlandse rechtsvormen 2.2.3(b)
- Conflictenregel 6.3.2
- Consob 4.6
- Consob Regolamentoo 11971/1999 4.6
- Contractuele afwijking van de wettelijke biedplicht 5.5.1
- Contractuele verplicht bod-regeling 2.3.1(d)
- Controle 7
 - acting in concert 7.5
 - begrip - 7.3.1
 - bekendmaking van -verwerving 7.7
 - bieddrempel 7.4.2
 - chain principle 7.6, 8.5.11
 - premie 2.2.1(b)
 - door blokkeringsregeling voorkomen dat - wordt verkregen 2.3.1(f)
 - feitelijke - 7.3.2

- forfaitair criterium 7.3.3
- formele - 7.3.3
- formele en feitelijke - (combinatie) 7.3.4(b)
- formele of feitelijke - (combinatie) 7.3.4(a)
- geplaatst kapitaal 7.4.1(b)
- handelen in onderlinge overeenstemming 7.5
- handelen in onderling overleg 7.5
- indirecte - 7.6, 8.5.11
- meerdere bieddrempels 7.3.4(d)
- methoden ter bepaling van de - 7.3
- percentage van de stemrechten 7.4.2
- staffelmethode 7.3.4(d)
- stemrechten 7.4.1(a), 7.4.2, 7.4.3
- stemrechten of geplaatst kapitaal (combinatie) 7.4.1(c)
- weerlegbaar vermoeden van - 7.3.4(c)
- wijze waarop de - wordt verkregen 8.2
- Controlepremie
 - betaling van - als voorwaarde voor ontstaan biedplicht 7.2.1
 - evenredige verdeling van de - 2.2.1(b), 2.2.10, 3.4, 7.2.1
- Controlerend belang
 - aantasting van waarde van bestaande controlerende belangen 2.3.3(g)
 - vrijstelling indien reeds een - wordt gehouden 8.5.1
- Controlerend effectenhouder
 - invloed van een - op de prestaties van de vennootschap 2.3.3(f)
- Control share acquisition statutes 4.1
- Conversie van een recht op effecten 8.5.8, 8.6.7
- Converteerbare obligaties → zie Rechten op effecten
- Coöperatie 6.4.3
- Corporate opportunities 2.2.1(b), 2.2.2
- Creep rule 4.2
- Custodian 8.5.5

- Dawn raid 2.2.1(b)
- Declaratoire beschikking van de toezichthouder 10.5.2
- Decreto Legislativo 58/1998 4.6
- Deelgenoten 7.5, 8.6.2
- Delisting 2.3.3(e)
- Denemarken
 - verplicht bod-regeling in - 4.1
- Derivative action 2.3.1(c)
- Dertiende EG-richtlijn 3
 - afwijken van de biedplicht uit de - 3.6, 5.5.2
 - algemene beginselen 3.3, 3.4

- gereguleerde markt in de zin van de - 6.4.1(a)
- grondslag van de - 3.2
- historie van de - 3.1
- inhoud van de - 3.3
- minimumvoorschriften 3.6.1
- rechtsbeginsel waarop de biedplicht uit de - is gebaseerd 3.4
- subsidiariteitsbeginsel 3.3
- verlichten van de nationale biedplicht 3.6.2
- verplicht bod-regeling uit de - 3.4-3.6
- verwijzingsregel uit de - 6.3.2
- verzwaren van de nationale biedplicht 3.6.1
- voorstellen voor een - 3.1
- zetelbegrip in de - 6.3.2
- Dispensatieprocedure 8.4
- Doelvennootschap
 - delisting van - 2.3.3(e)
 - waarop de verplicht bod-regeling van toepassing is 6 → zie ook Werkingssfeer
- Domestic market approach 6.2.2, 6.2.3
- Doorbreking van beschermingsconstructies 9.8
- Duitsland
 - verplicht bod-regeling in - 4.3
- Dwaling 10.6.1(d)
- EBK 4.8
- Effecten
 - waarop het bod moet worden gericht 9.5.1
 - liquide - 9.6.3(b)
 - vergoeding in - 9.6.3(b)
 - verkoop van - door achterblijvende effectenhouders 2.3.1(e)
- Effectenbezit
 - toename van concentratie van - 2.3.3(c)
- Effectenhouders
 - buitenlandse - 9.5.3
 - waartoe het bod zich dient te richten 9.5.1, 9.5.3
- Emissie
 - invloed van een - op de biedplicht 7.4.3(c)
 - verkrijging van controle door een - 8.6.5
- Enquêterecht 2.2.8, 10.6.1(d), 10.6.2
- Erfopvolging
 - vaststelling van de vergoeding bij controleverwerving door - 9.6.2(c)
 - vrijstelling van de biedplicht bij controleverwerving door - 8.6.3
- Estland 4.1
- Evenredige verdeling van de controlepremie 2.2.1(b), 2.2.10, 3.4, 7.2.1

- Fair price statutes 4.1
- Familielid 8.6.3
- Feitelijke controle 7.3.2
- Fiduciary duties 4.1
- Filippijnen
 - verplicht bod-regeling in de - 4.1
- Financiering
 - sproblemen van de bieder 2.3.3(a), 9.5.2, 9.6.3(b)
 - kosten van Nederlandse ondernemingen 2.2.3(a)
 - preferente -saandelen 7.4.1(b), 9.6.2(d)
- Finland
 - verplicht bod-regeling in - 4.1
- Fiscale beleggingsmaatschappij 8.6.12
- Formele controle 7.3.3
- Frankrijk
 - verplicht bod-regeling in - 4.4
- Free float 2.2.5
- Fusie
 - recht om bij - het bestuur te verzoeken een AvA bijeen te roepen 2.2.8
 - vaststelling van de vergoeding bij controleverwerving door - 9.6.2(c)
 - vrijstelling van de biedplicht bij controleverwerving door - 8.6.1
- Geautomatiseerde aankopen 8.3
- Gelijkheidsbeginsel 2.2.1
 - evenredige verdeling van de controlepremie 2.2.1(b), 2.2.10, 3.4, 7.2.1
 - horizontale werking van het - 2.2.1(a), 2.3.1(a)
- Gelijktijdige controleverwervingen 8.5.9
- Gemeenschap 7.5, 8.6.2
- Gemengd bod 9.6.3(b)
- Gemiddelde prijs/gemiddelde beurskoers-regel 9.6.2(c)
- Gemiddelde prijs-regel 9.6.2(a)
- Geplaatst kapitaal 7.4.1(b)
- Geregelde verhandeling 6.4.1(b)
- Gereguleerde markt 6.4.1(a), 9.6.3(b)
- Geschillenregeling 2.2.8, 2.3.1(a)
- Getals criterium 6.4.1(c)
- Grace period 8.3
- Gratieperiode 8.3
- Gratieregeling 8.3
- Grensoverschrijdende openbare biedingen 6.3, 10.8
- Griekenland
 - verplicht bod-regeling in - 4.1

Groep → zie Concern

Grondslag van het verplicht bod 2, 3.4

Handelen in onderlinge overeenstemming 7.5, 8.5.10, 8.6.10

Handelen in onderling overleg 7.5, 8.5.10, 8.6.10

Hawaï (VS)

verplicht bod-regeling in - 4.1

Herplaatsing 2.3.3(a), 8.5.2

Herstructurering

- binnen concernverband 8.5.7

- van een noodlijdende vennootschap 2.3.2(e), 8.5.8

Holdingstructuur → zie Concern

Hongarije

verplicht bod-regeling in - 4.1

Hong Kong

verplicht bod-regeling in - 4.1

Hoogste prijs/gemiddelde beurskoers-regel 9.6.2(c)

Hoogste prijs-regel 9.6.2(a)

Identiteit van de vennootschap

wijziging van de - 2.2.6

Ierland

verplicht bod-regeling in - 4.1

Inbreng in een gemeenschap

vaststelling van de vergoeding bij controleverwerving door - 9.6.2(c)

vrijstelling van de biedplicht bij controleverwerving door - 8.6.2

Incorporatiestelsel 6.2.1

India

verplicht bod-regeling in - 4.1

Indirecte controle 7.6, 8.5.11

Informatie

- aan de AvA 2.3.1(a)

- aan de markt 2.3.1(a), 7.7

- aan de toezichthouder 10.5.1(b)

Ingezetenenleer 6.2.3

Inkoop

vaststelling van de vergoeding bij controleverwerving door - 9.6.2(c)

vrijstelling van de biedplicht bij controleverwerving door - 8.6.4

Inlichtingen inwinnen door toezichthouder 10.5.1(b)

Integraal bod 9.5.2

Internationale openbare biedingen 6.3, 10.8

IPO 8.5.2

Italië

verplicht bod-regeling in - 4.6

Japan

verplicht bod-regeling in - 4.1

Juridische fusie → zie Fusie

Juridische splitsing → zie Splitsing

Kapitaalkosten van Nederlandse ondernemingen 2.2.3(a)

Keuzedividend 8.6.5(c)

Koersgarantie 2.3.1(c), 3.5, 4.4, 4.5

Kruislingse participatie 2.3.3(b)

Last onder dwangsom 10.6.1(b)

Letland

verplicht bod-regeling in - 4.1

Lex societatis 5.2

Liquiditeit van de effecten 2.2.5, 9.6.3(b)

Litouwen

verplicht bod-regeling in - 4.1

Luxemburg

verplicht bod-regeling in - 4.1

Machtsmisbruik

bescherming tegen - door beschermingsconstructies 2.3.1(b)

bescherming tegen - door bestaande regels 2.3.1(a)

bescherming tegen - door biedplicht 2.2.2

omstandigheid die biedplicht doet ontstaan 7.2.2

Maine (VS)

verplicht bod-regeling in - 4.1

Maleisië

verplicht bod-regeling in - 4.1

Management buy-out of buy-in 2.3.2(d), 8.6.6

Mandatory cash offer-rule 9.6.3(c)

Mandatory offer 4.2

Marktleer 6.2.2

Marktregel 5.2

Medewerkingverbod 10.6.1(b)

Minimumvergoeding → zie Vergoeding

Misbruik van macht → zie Machtsmisbruik

Misbruik van omstandigheden 10.6.1(d)

Misleidende reclame 10.6.1(d)

Moment waarop het verplicht bod wordt uitgebracht 9.2

Mop up price 2.2.4

Motiveringsplicht 5.5.5

Nationaliteit

- van de controlerend effectenhouder 5.2

Nietigheid 2.3.1(a), 10.6.1(d)

Noodlijdende vennootschap 2.3.2(e), 8.5.8

Noorwegen

verplicht bod-regeling in - 4.1

Obligatorisches Angebot 4.8

Oferta obligatoria 4.7

Offerta preventiva 9.5.2

Offerta pubblica di acquisto residuale 2.3.1(c)

Offerte pubbliche di acquisto obbligatorie 4.6

Offre publique de retrait 2.3.1(c)

Offre publique obligatoire 4.4

OK 10.7.2

Oligarchische regelingen → zie Beschermingsconstructies

Onbehoorlijk bestuur of toezicht 2.3.1(a), 10.6.1(d)

Onderlinge overeenstemming 7.5, 8.5.10, 8.6.10

Onderlinge waarborgmaatschappij 6.4.3

Onderling overleg 7.5, 8.5.10, 8.6.10

Ondernemingskamer 10.7.2

Onderzoek

aanleiding en doelstelling van het - 1.1

afbakening van het - 1.3

opzet van het - 1.4

Ongeschreven verplicht bod-regeling 2.2.10

Onrechtmatige daad 2.3.1(a), 10.6.1(d)

Ontbindende voorwaarde 9.7

Ontbinding

- van een gemeenschap 8.6.2

- van een rechtspersoon 2.3.1(a)

Ontheffing 9.5.3, 10.5.1(d)

Ontmanteling van beschermingsconstructies 2.2.9, 7.4.3, 9.8

Ontslag van een bestuurder of commissaris 10.6.2

Onverstoorde verkoopbeslissing 2.2.4

Onvoorwaardelijk bod 9.7

Oostenrijk

verplicht bod-regeling in - 4.1

Openbare mededeling

- bij controleverwerving 7.7
- bij koersgevoelige informatie 2.3.1(a)

Open-end beleggingsmaatschappij 8.6.11

Open vennootschappen 6.4.1

Opschortende voorwaarde 9.7

Opties → zie Rechten op effecten

Opting out 2.3.1(c), 3.6.2, 5.5.3(b)

Opting up 3.6.1, 5.5.3(a)

Overdracht van effecten ten titel van beheer 8.5.5, 10.6.2

Overgangsregeling 8.5.1

Overheid

- als controlerend effectenhouder 8.6.16

Overnamemarkt

- belemmeren van de - in het algemeen 2.3.2(a)
- belemmeren van een management buy-out of buy-in 2.3.2(d)
- disciplinerende werking van de - 2.3.2(b)

OWM 6.4.3

Pakketvergoeding 2.3.2(c), 9.6.2(f)

Pandrecht 7.4.3(g), 8.5.6, 8.6.9

Panel 4.2

Partieel bod 2.2.4, 8.5.3, 9.5.2

Pennsylvania (VS)

- verplicht bod-regeling in - 4.1

Percentage van de stemrechten 7.4.2

Personen die in onderlinge overeenstemming handelen 7.5, 8.5.10, 8.6.10

Personen die in onderling overleg handelen 7.5, 8.5.10, 8.6.10

Personen tot wie het bod is gericht 9.5

Persoon die het bod uitbrengt 9.4

Peru

- verplicht bod-regeling in - 4.1

Pflichtaanbod 4.3

Piramidestructuur 7.4.1(b)

Plaats van de verplicht bod-regeling in het Nederlands recht 5.4

Poison-pill 4.1

Polen

- verplicht bod-regeling in - 4.1

Portugal

- verplicht bod-regeling in - 4.1

Potentiële effecten → zie Rechten op effecten

Potentiële stemrechten → zie Rechten op effecten

Preferente aandelen 7.4.1(b), 7.4.3 (c), 8.5.4, 9.5.1(a), 9.6.2(d)
 Prestaties van de vennootschap
 disciplinerende werking van de overnamemarkt op - 2.3.2(a)
 invloed van controlerend effectenhouder op - 2.3.3(f)
 Prijs → zie Vergoeding
 Prioriteitsaandelen 7.4.3(b), 9.6.2(d) → zie ook Beschermingsconstructies
 Private benefits of control 2.2.2
 Prospectusaansprakelijkheid 10.6.1(d)
 Publicatieplicht
 - bij controleverwerving 7.7
 - bij koersgevoelige informatie 2.3.1(a)
 Put-opties 2.3.3(a)

 Questions and Answers van de Europese Commissie 3.3

 Raad van commissarissen → zie Commissaris
 Rauwelijks bod 9.3
 Real Decreto 1197/1991 4.7
 Rechten die aan het effecten zijn verbonden
 verlies van - 2.2.8
 Rechten op effecten
 conversie van - 8.6.7, 8.5.8
 in aanmerking nemen van - voor het bepalen van de controle 7.4.3(h)
 uitoefening van - 8.6.7
 vergoeding in de vorm van - 9.6.3(b)
 verplicht bod op - 9.5.1(b)
 Rechterlijk bevel
 - tot het afbouwen van het controlerend belang 10.6.2
 - tot het onthouden van het verkrijgen van effecten 10.6.2
 Rechtsgang inzake besluiten van de toezichthouder 10.7
 Reddingsparticipatie 8.5.8
 Redelijkheid en billijkheid 2.2.1(a), 2.2.10, 2.3.1(a)
 Règlement général du CMF 4.4
 Reverse takeover 8.6.5(b)
 Richtlijn → zie Dertiende EG-richtlijn
 Risicospreiding 2.3.3(d)
 Roemenië
 verplicht bod-regeling in 4.1
 Ruilbod 9.6.3(b)
 RvC → zie Commissaris

- Samenloop van verplicht bod-regelingen 6.3.1
- Samenwerking
 - van ondernemingen 2.3.3(b)
 - van toezichthouders 10.5.1(b)
- Sancties 10.6
 - bestuursrechtelijke - 10.6.1(b)
 - civielrechtelijke - 10.6.1(d), 10.6.2
 - strafrechtelijke - 10.6.1(c)
 - verbod voor effectenininstellingen om medewerking te verlenen 10.6.1(b)
- Schorsing
 - van een besluit 10.6.2
 - van een bestuurder of commissaris 10.6.2
 - van stemrecht 10.6.2
- Schenking
 - vaststelling van de vergoeding bij controleverwerving door - 9.6.2(c)
 - vrijstelling van de biedplicht bij controleverwerving door - 8.6.3
- Schuldomezetting 8.5.8
- SEC 4.1
- Selling down 8.3
- Sell-out right 2.3.1(c)
- Shared benefits of control 2.2.6
- Siège réel 6.2.1
- Sitztheorie 6.2.1
- Slovenië
 - verplicht bod-regeling in - 4.1
- Slowakije
 - verplicht bod-regeling in - 4.1
- Spanje
 - verplicht bod-regeling in - 4.7
- Splitsing
 - recht om bij - het bestuur te verzoeken een AvA bijeen te roepen 2.2.8
 - van het AK 8.5.5
 - vaststelling van de vergoeding bij controleverwerving door - 9.6.2(c)
 - vrijstelling van de biedplicht bij controleverwerving door - 8.6.1
- Sri Lanka
 - verplicht bod-regeling in - 4.1
- Status van de verplicht bod-regeling
 - statuten 2.3.1(d), 5.5
 - wet 5.3
 - zelfregulering 5.3
- Statutaire afwijking van de wettelijke biedplicht 3.6, 5.5
- Statutaire verplicht bod-regeling 2.3.1(d), 5.5
- Statutaire zetel 6.2.1, 6.3.2

Stelsel van de werkelijke zetel 6.2.1

Stemovereenkomst 7.5, 8.5.10, 8.6.10

Stemrechten 7.4

aansluiten bij de - 7.4.1(a)

certificaten van aandelen 7.4.3(a)

door doelvennootschap gehouden (certificaten van) aandelen 7.4.3(f)

invloed van een (beschermings)emissie 7.4.3(c)

percentage van de - 7.4.2

potentiële - 7.4.3(h)

schorsing van - 10.6.2

- die in aanmerking worden genomen voor het bepalen van de controle 7.4.3

- die niet worden uitgeoefend door een derde 7.4.3(e)

- waarmee geen invloed kan worden uitgeoefend 7.4.3(b)

- waarvan de controlerend effectenhouder geen gebruik maakt 7.4.3(d)

toekenning van - aan pandhouder 7.4.3(g), 8.5.6

toekenning van - aan vruchtgebruiker 7.4.3(g), 8.6.8

vervreemding van - 7.4.3(g), 8.5.6, 8.6.8

Stemvolmacht

- aan certificaathouders 2.2.9, 7.4.3(a)

- aan medeaandeelhouders 7.4.3(g), 7.5

Stockdividend 8.6.5(c)

Strafrechtelijke sancties 10.6.1(c)

Strekking van de biedplicht 2, 3.4

Structuurregeling 2.3.1(a), 2.3.1(b) → zie ook Beschermingsconstructies

Subsidiariteitsbeginsel 3.3

Tactical litigation 10.6.2

Tag along right 2.3.1(c)

Takeover value 2.2.7

Tegenstrijdig belang 2.3.1(a), 2.3.1(c)

Terme de grâce 8.3

Thailand

verplicht bod-regeling in - 4.1

Tijdelijk bezit van effecten 8.5.5

Toekennen van stemrecht

- bij vestiging van pandrecht 7.4.3(g), 8.5.6

- bij vestiging van vruchtgebruik 7.4.3(g), 8.6.8

Toepasselijk recht in internationale verhoudingen 6.3

Toerekenbare tekortkoming 10.6.1(d)

Toezicht 10

aanwijzing van de -houder 10.5.1(c)

AFM 10.2

bevoegde -houder in internationale verhoudingen 10.8

- bevoegdheden van de -houder 10.5, 10.6
- declaratoire beschikking van de -houder 10.5.2
- inlichtingen inwinnen door de -houder 10.5.1(b)
- intensiteit van het - 10.4
- onthefving door de -houder 9.5.3, 10.5.1(d)
- rechtsgang inzake besluiten van de -houder 10.7
- reikwijdte van het - 10.3
- samenwerking tussen toezichthouders 10.5.1(b)
- sancties door de -houder 10.6.1(b)
 - door RvC → zie Commissaris
 - op statutaire verplicht bod-regels 10.3.2
- wenselijkheid van een -houder 5.7
- Trust 8.5.5
- Tsjechië
 - verplicht bod-regeling in - 4.1
- Tunneling 2.2.2
- Turkije
 - verplicht bod-regeling in - 4.1
- Two-tier front-end loaded offer 2.2.4, 2.3.1(c)
- Two-tier offer 2.2.4, 2.3.1(c)
- UEK 4.8
- Uitgifte
 - invloed van een - op de biedplicht 7.4.3(c)
 - verkrijging van controle door een - 8.6.5
- Uitoefening
 - van een recht op effecten 8.6.7
 - van een zekerheidsrecht 8.6.9
- Underwriting 8.6.5(d)
- Undistorted choice 2.2.4
- Vaststellingsbevoegdheid 10.5.2
- Vennootschappen met wijdverspreide effecten 6.4.1(c)
- Vennootschappen waarvan effecten geregeld worden verhandeld 6.4.1(b)
- Vennootschaps-en-markt-regel 5.2
- Vennootschapsregel 5.2
- Verbod van het rauwelijks bod 9.3
- Verbod voor effecteninstellingen om medewerking te verlenen 10.6.1(b)
- Verdeling van de controlepremie 2.2.1(b)
- Verdeling van een gemeenschap 8.6.2
- Verenigde Staten
 - ontbreken van een federale verplicht bod-regeling 2.3.1(g)
 - verplicht bod-regelingen in de - 4.1

Verenigd Koninkrijk

verplicht bod-regeling in het - 4.2

Vergelijkbare biedingen op verschillende soorten effecten 9.6.2(e)

Vergoeding 9.6

aard van de - 9.6.3

afwijking van de wettelijke of statutaire - 9.6.4

best price rule 9.6.2(g)

hoogte van de - 9.6.2

methoden ter vaststelling van de - 9.6.1

mop up price 2.2.4

pakket- 2.3.2(c), 9.6.2(f)

- bij verschillende soorten effecten 9.6.2(e)

- in contanten 9.6.3(a), 9.6.3(c)

- in liquide effecten 9.6.3(b)

Vergroting van het vrijgestelde pakket 8.5.12

Verhandelbaarheid

verminderde - van de effecten 2.2.5

Verklaringen voor de Raadsnotulen 3.3

Verkleining van het vrijgestelde pakket 8.5.12

Verlichten van de verplicht bod-regeling 3.6.2, 5.5

Vernietiging

- van een besluit 2.3.1(a), 10.6.1(d), 10.6.2

- van een rechtshandeling 2.3.1(a), 10.6.1(d)

Verplicht bod

aard van het - 5.2

argumenten tegen het - 2.3

argumenten voor het - 2.2

begrip - 1.2

buitenlandse --regelingen 4

codificatie van ongeschreven - 2.2.10

contractueel - 2.3.1(d)

contractuele afwijking van de wettelijke --regeling 5.5.1

effecten waarop het - is gericht 9.5

grondslag van het - 2, 3.4

moment van uitbrengen van - 9.2

omstandigheid die biedplicht doet ontstaan 7.2

ongeschreven - 2.2.10

overbodigheid van het - 2.3.1

persoon die het - uitbrengt 9.4

persoon tot wie het - is gericht 9.5

plaats van de --regeling in het Nederlands recht 5.4

prijs 9.6 → zie ook Vergoeding

standpunten in de literatuur 2.4.2

- standpunten in de praktijk 2.4.1
- status van de --regeling 5.3
- statutair - 2.3.1(d), 3.6, 5.5
- statutaire afwijking van de wettelijke --regeling 3.6, 5.5
- strekking van het - 2, 3.4
- toepasselijkheid biedingsregels bij - 5.6
- vergoeding 9.6 → zie ook Vergoeding
- verhouding van de --regeling tot de biedingsregels 5.6
- bij indirecte controle 7.6, 8.5.11
- volgens de dertiende EG-richtlijn 3.5
- voorwaarden die aan het - worden verbonden 9.7
- vrijstelling van het - 8 → zie ook Vrijstelling van de biedplicht
- wettelijke --regeling 5.3
- zelfregulering 5.3
- Verwijzingsregel 6.3.2
- Verzwaren van de verplicht bod-regeling 3.6.1, 5.5
- Vestiging van pandrecht → zie Pandrecht
- Vestiging van vruchtgebruik → zie Vruchtgebruik
- Voorwaardelijk bod 9.7
- Voorwaarden die aan het bod worden verbonden 9.7
- Vrijgesteld belang
 - vergroting, verkleining of wijziging van de samenstelling van een - 8.5.12
 - verwerving van een - 8.6.14
- Vrijstelling van de biedplicht 8
 - vermelding van - in de jaarstukken 8.4, 8.5.13
 - bij aankopen via de beurs 8.6.13
 - bij bestaande situaties 8.5.1
 - bij beursnotering met behoud van controle 8.5.2
 - bij buitenlandse controlerend effectenhouder 8.6.17
 - bij controleverwerving door AK 8.5.5
 - bij controleverwerving door anti-overvalstichting 8.5.4
 - bij controleverwerving door beleggingsmaatschappij 8.6.11
 - bij controleverwerving door de overheid 8.6.16
 - bij controleverwerving door een vrijwillig bod 8.5.3
 - bij conversie van een recht op effecten 8.6.7
 - bij een derde met een groter controlerend belang 8.6.15
 - bij erfopvolging 8.6.3
 - bij fusie 8.6.1
 - bij gelijktijdige controleverwervingen 8.5.9
 - bij handelen in overeenstemming met andere effectenhouders 8.5.10, 8.6.10
 - bij handelen in overleg met andere effectenhouders 8.5.10, 8.6.10
 - bij herstructurering binnen concernverband 8.5.7
 - bij herstructurering van een noodlijdende vennootschap 8.5.8

- bij het abusievelijk verwerven van de controle 8.3
- bij indirecte controle wegens controleverwerving door een dochtervennootschap 8.5.11
- bij inkoop 8.6.4
- bij keuzedividend 8.6.5(c)
- bij management buy-out of buy-in 8.6.6
- bij overheid als controlerend effectenhouder 8.6.16
- bij schenking 8.6.3
- bij splitsing 8.6.1
- bij stockdividend 8.6.5(c)
- bij strijd met wettelijke of statutaire bepalingen 8.6.18
- bij toekennen van stemrecht bij vestiging van pandrecht 8.5.6
- bij toekennen van stemrecht bij vestiging van vruchtgebruik 8.6.8
- bij uitgifte 8.6.5
- bij uitoefening van een recht op effecten 8.6.7
- bij uitoefening van een zekerheidsrecht 8.6.9
- bij onderwriting 8.6.5(d)
- bij verdeling van een gemeenschap 8.6.2
- bij vergroting van het vrijgestelde pakket 8.5.12
- bij verlies van de status van fiscale beleggingsmaatschappij 8.6.12
- bij verkleining van het vrijgestelde pakket 8.5.12
- bij verkrijging van effecten ten titel van beheer 8.5.5
- bij vermindering van het controlerend belang tijdens de gratieperiode 8.3
- bij verwerving van een vrijgesteld belang 8.6.14
- bij verwerving van effecten van een familielid 8.6.3
- bij vrijwillig bod 8.5.3
- bij wijziging van het vrijgestelde pakket 8.5.12
- door dispensatieregeling 8.4
- door gratieregeling 8.3
- door ontheffing 8.4, 10.5.1(d)
- overgangsregeling 8.5.1

Vrijwillig bod

- toepasselijkheid van de -regels bij een verplicht bod 5.6
- vrijstelling van de biedplicht bij controleverwerving door een - 8.5.3

Vruchtgebruik 7.4.3(g), 8.6.8

Waardedaling

- compensatie voor - van de resterende effecten 2.2.7

Waarderingsmethoden 9.6.2

Wanbeleid 2.2.8, 10.6.1(d)

Warrants → zie Rechten op effecten

Wasserfallprincipe 7.6, 8.5.11

Weerlegbaar vermoeden 7.3.4(c)

Werkelijke zetel

stelsel van de - 6.2.1

Werkingsfeer 6

beursvennootschappen 6.4.1(a)

coöperatie 6.4.3

getalscriterium 6.4.1(c)

ingezetenenleer 6.2.3

marktleer 6.2.2

open vennootschappen 6.4.1

OWM 6.4.3

vennootschappen met wijdverspreide effecten 6.4.1(c)

vennootschappen waarvan effecten geregeld worden verhandeld 6.4.1(b)

zetel-en-markt-leer 6.2.4

zetelleer 6.2.1

Wettelijke verplicht bod-regeling 5.3

White knight 8.5.4

Whitewash-procedure 8.4

Wijdverspreid effectenbezit 6.4.1(c)

Wijze waarop de controle wordt verkregen 8.2

Wijziging van de identiteit 2.2.6

Wijziging van de samenstelling van het vrijgestelde pakket 8.5.12

Wijziging van het beleid 2.2.6

Wijziging van het vrijgestelde pakket 8.5.12

WpÜG 4.3

Zekerheidsrecht 8.5.6, 8.6.9

Zelfregulering 5.3

Zetel

begrip - in de dertiende EG-richtlijn 6.3.2

statutaire - 6.2.1

werkelijke - 6.2.1

Zetel-en-markt-leer 6.2.4

Zetelleer 6.2.1

Zuid-Afrika

verplicht bod-regeling in - 4.1

Zwangsangebot 4.3

Zweden

verplicht bod-regeling in - 4.1

Zwitserland

verplicht bod-regeling in - 4.8

Serie vanwege het Van der Heyden Instituut te Nijmegen onder leiding van prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. G. van Solinge en prof. mr. M. van Olffen

1. Mr. W.J.M. Noldus, Ongeldigheid van besluiten in de naamloze vennootschap (1969)
2. Mr. P.A.L.M. van der Velden, De vereniging-rechtspersoon en haar leden (1969)
3. Mr. P.R. Smits, De externe gebondenheid van het vennootschapsvermogen (1969)
4. Mr. J.A.Th.J.M. Duynstee, Beschouwingen over de stichting naar Nederlands privaatrecht (1970)
5. Mr. J.H.F.J. Cremers, Prioriteits aandelen (1971)
6. Mr. M.M. Mendel, Het statutaire doel van de naamloze vennootschap (1971)
7. Prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. W. Westbroek, prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. P. Sanders, Het nieuwe vennootschapsrecht (1972)
8. Mr. A.M. Brenninkmeijer, Stemovereenkomsten van aandeelhouders (1973)
9. Prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. S.J.H. Huyben en mr. A.G. Lubbers, De nieuwe structuur van de grote NV en BV (1973)
10. Prof. mr. C.Æ. Uniken Venema, Misbruik van voorwetenschap (1974)
11. Mr. A. Plate, Niet volgestorte aandelen (1974)
12. Mr. P.W.H.M. Francissen en mr. J.M. Jansen, Statuten van de grote NV en BV (1975)
13. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. dr. W. Albeda, prof. mr. W.C.L. van der Grinten en prof. drs. H.W. Lambers, Problemen bij fusie van NV en BV (1975)
14. Mr. M.J.G.C. Raaijmakers, Joint ventures (1976)
15. Mr. P.W.H.M. Francissen en mr. P.F.M. van Lierop, De ondernemingsraad (1977)
16. Prof. mr. J.M.M. Maeijer en prof. mr. J. Ronse, De vertegenwoordiging van rechtspersonen naar Nederlands en Belgisch recht (1978)
17. Mr. T.J. van der Ploeg, Het Burgerlijk Recht en de vrijwillige organisaties Beschouwingen n.a.v. de regeling van de vereniging en de stichting in Boek 2 BW (1978)
18. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. W. Westbroek, prof. mr. W.C.L. van der Grinten en mr. Y. Scholten, Het vennootschapsrecht en de Tweede EEG-Richtlijn (1979)
19. Mr. H.J.M.N. Honée, De benoeming van commissarissen bij grote vennootschappen (1979)
20. Prof. drs. J.W. Schoonderbeek, prof. dr. W. van Bruinessen, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. W.J.M. Gitmans, De jaarrekening en de Vierde EEG-Richtlijn (1981)
21. Mr. H.J.M.N. Honée, Concernrecht en medezeggenschapsregelingen (1981)
22. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. H.J.M.N. Honée, mr. A.G. van Solinge, mr. G.M.J. Ackermans, Ondernemingsraad en Vennootschap (1982)
23. Mr. dr. P. Vlas, Rechtspersonen in het internationaal privaatrecht (1982)
24. Mr. F.K. Buyn, De oprichting van de NV en de BV (1984)
25. Prof. dr. M. Lutter, mr. W. Westbroek, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. G.M.J. Ackermans, De besloten vennootschap (1985)
26. Prof. mr. H.J.M.N. Honée, Contacten tussen commissarissen en ondernemingsraad (1986)
27. Mr. C.A. Schwarz, Blokkering van aandelen (1986)
28. Mr. J. Lievens, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. P. van Schilfgaarde, mr. drs. H. Langman, mr. J. Bloemarts, mr. G. Noordraven, mw. mr. M.J. Zeldenrust-Visch, Financiële kruisverbanden en andere aspecten van concernfinanciering (1987)
29. Mr. Th.C.M. Hendriks-Jansen, Vermogensbescherming en persoonlijke aansprakelijkheid bij de besloten vennootschap (1988)
30. Misbruik van voorwetenschap, Uitgave op initiatief van Actioma, Juridisch Faculteitsblad Katholieke Universiteit Nijmegen, ter gelegenheid van zijn 10-jarig bestaan (1989)
31. Mr. P.J. Dortmund, Enige beschouwingen rondom aandelen (1989)
32. Mr. R.P. Voogd, Statutaire beschermingsmiddelen bij beursvennootschappen (1989)
33. Mr. M.P. van Achterberg, De juridische definitie van het economische verschijnsel concern (1989)

34. Dr. K. Geens, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, mr. R.P. Voogd, mr. A.G. van Solinge, mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. J.H.V. Stuyck, mr. J.A.W. Schreurs, Beschermingsconstructies (1990)
35. Mr. F.J.P. van den Ingh, Certificering en certificaat van aandeel bij de besloten vennootschap (1991)
36. Mr. G. Noordraven, De regeling van de Überschuldung (1991)
37. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. drs. H. Beckman, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, mr. F.H.A. Arisz, mr. M.E. Engelaar, Aansprakelijkheid en draagplicht van bestuurders, commissarissen en accountants; verzekeringsaspecten (1991)
38. Mr. A. Voûte, Aandelen voor werknemers (1991)
39. Mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P.J. Dortmond, mr. H.J. de Bijl Nachenius, dr. H.O.C.R. Ruding, mr. M.W. den Boogert, mr. C.W.A. Timmermans, prof. mr. H.M.N. Schonis, mw. mr. M.E. Engelaar, mr. J.A.W. Schreurs, Grensoverschrijdende samenwerking van ondernemingen (1992)
40. Mr. D.R. Doorenbos, Financieel strafrecht (1992)
41. Mr. B.C.M. Waaijer, Statuten en statutenwijziging (1993)
42. Mr. L.G.H.J. Houwen, mr. drs. A.P. Schoonbrood-Wessels, mr. J.A.W. Schreurs, Aansprakelijkheid in concernverhoudingen (1993)
43. Mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, drs. M.J.M. Butting, mr. N.E.D. Faber, mr. R.W.Th. Norbruis, mr. J.W. van der Staay, Converteerbare obligaties en aandelen (1993)
44. Mr. Gerard van Solinge, Grensoverschrijdende juridische fusie (1994)
45. Mr. R.J.C. van Helden, mr. O.L.O. de Witt Wijnen, mr. A.G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmond, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. H.J.M.N. Honée, mr. E. Boswinkel, mw. mr. J. Roest, Problemen rondom de algemene vergadering (1994)
46. Mr. M.E. Schreurs-Engelaar, Organen van de coöperatie (1995)
47. Prof. mr. J.M.M. Maeijer, prof. mr. H.M.N. Schonis, prof. dr. A.H.M. Daniels, prof. dr. P.H.J. Essers, Fiscale en civielrechtelijke aspecten van de commanditaire vennootschap (1996)
48. Mr. J. Roest, Medezeggenschap van werknemers bij financieel-economische besluiten (1996)
49. Mr. J.J.A. Hamers, Verpanding van aandelen en de beslotenheid van kapitaalvennootschappen (1996)
50. Prof. mr. J.R. Schaafsma, prof. mr. S. Perrick, mr. D.H. Cross, prof. mr. L. Timmerman, mr. F.G.B. Graaf, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. H.M.L. Dings, mw. mr. J. Roest, Ontwikkelingen in het effectenverkeersrecht (1996)
51. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1994, Civielrechtelijke gevolgen van handelen in strijd met effectenregelgeving, prof. mr. W.C.L. van der Grinten, prof. mr. S.C.J.J. Kortmann, prof. mr. S. Perrick (1996)
52. Mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. F.J.P. van den Ingh, Parlementaire Geschiedenis van de Wet toezicht effectenverkeer 1995 (1996)
53. Mr. M.A. Blom, Prospectusaansprakelijkheid van de lead manager (1996)
54. Mr. J.W. Bellingwout, Zetelverplaatsing van rechtspersonen (1996)
55. Preadvies voor de Vereniging voor Effectenrecht 1996, Bewaring en eigendom van effecten, mr. W.A.K. Rank, mr. E.M. van Ardenne-Stachiw, mr. Ch.W. le Rûtte (1997)
56. Mr. Y.L.L.A.M. Delfos-Roy, Informatieverstrekking en informatievergaring in het kader van de toezichhoudende en raadgevende taak van de Raad van Commissarissen (1997)
57. Maeijers belangstellingen, Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. C.A. Schwarz, prof. mr. H.J.M.N. Honée, prof. mr. P. van Schilfgaarde, prof. mr. M.M. Mendel, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. T.J. van der Ploeg, prof. mr. A.L. Mohr, prof. dr. W. van Gerven, prof. dr. K. Geens, prof. mr. J.M.M. Maeijer (1997)
58. Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 1997, De opkomst van een rechtsgebied, mr. R.I.V.F. Bertrams, mr. S.A. Boele, mr. D.H. Cross, prof. mr. S.E. Eisma, mr. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. W. de Jong, mr. A.F.J.A. Leijten, mr. A. Nederveen, prof. mr. M.J.G.C. Raaijmakers, prof. mr. W.A.K. Rank, mr. V.P.G. de Serière, prof. mr. W.J. Slagter, prof. mr. L. Timmerman, mr. L.J.K. Vincent (1997)

- 59 Prof. mr. F.J.P. van den Ingh, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. J.M.M. Maeijer, Drie Nijmeegse redes, Beschouwingen over financiering, enquêterecht en privatisering (1998)
- 60 Mr. H.M.L. Dings, De commissie van aandeelhouders bij structuurvennootschappen (1998)
- 61 Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 1999, Aspecten van toezicht, Beschouwingen over het toezicht op de financiële sector, mr. H.G. van Everdingen, mr. drs. C.M. Grundmann-van de Krol, mr. H.J. Sachse (1999)
- 62 Conflicten rondom de rechtspersoon, mr. A.F.J.A. Leijten, prof. mr. L. Timmerman, mr. J.H.M. Willems, mr. R.A.A. Duk, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, mr. O.L.O. de Witt Wijnen (2000)
- 63 Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2000, Beleggingsinstellingen nader belicht, mr. drs. N.V. Ponsen, mr. P. Klemann (2000)
- 64 Prof. mr. M. van Olffen, Beschermingsmaatregelen in de 21e eeuw (2000)
- 65 Voorkennis, toezicht en boetes in nieuwe financiële wetgeving, mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. N.S.J. Koeman, mr. A.W.H. Docters van Leeuwen, mr. A.J. Macro, mr. H.J. Sachse, drs. ing. C. Maas, mr. D.J.R. Lemstra (2000)
- 66 Preadviezen voor de Vereniging voor Effectenrecht 2001, Effectenverkeer via internet, Een tussenstand vanuit effectenrechtelijk perspectief, drs. E.F. Feitsma, mr. V.N.G. van Leeuwen, mr. L.A.G. Moelker, mr. W. de Jong (2001)
- 67 Verspreide Geschriften van E.J.J. van der Heijden, Verzameld door C.J.H. Jansen en G. van Solinge (2001)
- 68 Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2001-2002, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2002)
- 69 Concernverhoudingen, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. F.J.P. van den Ingh, mr. S.M. Bartman, mr. L.G. Verburg, mr. M.L. Lennarts, prof. mr. M.J.A. van Mourik, mr. D.R. Doorenbos, prof. mr. M. van Olffen (2002)
- 70 Preadvis voor de Vereniging voor Effectenrecht 2002, De afwikkeling van grensoverschrijdende effectentransacties, mr. B.M. van Beek en mr. D. van Bruggen (2002)
- 71 Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht 2002, Een bewezen bestaansrecht (2002)
- 72 Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2002-2003, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2003)
- 73 Mr. M.S. Koppert-van Beek, Handelen namens een op te richten vennootschap (2003)
- 74 Personenvennootschappen, prof. mr. G. van Solinge, prof. mr. P.J. Dortmund, prof. mr. J.M.M. Maeijer, mr. J.A.M. ten Berg, prof. mr. M. van Olffen, prof. mr. M.J.A. van Mourik, prof. mr. A.L. Mohr en prof. mr. H.M.N. Schonis (2003)
- 75 Geschriften vanwege de Vereniging *Corporate Litigation* 2003-2004, onder redactie van prof. mr. G. van Solinge en mr. M. Holtzer (2004)
- 76 De werknemer in het ondernemingsrecht, prof. mr. L. Timmerman, prof. mr. G. van Solinge, mr. P.A.M. Witteveen, prof. mr. L.C.J. Sprengers, mr. G.N.H. Kemperink, mr. D.C. Buys, mr. R.M. Belzer, mr. F.B.J. Grapperhaus, mw. prof. mr. I.P. Asscher-Vonk, mr. R.A.A. Duk (2004)
- 77 Verspreide Geschriften van W.C.L. van der Grinten, Verzameld en ingeleid door C.J.H. Jansen, S.C.J.J. Kortmann en G. van Solinge (2004)
- 78 Richtlijnen voor de onderzoeker in enquêteprocedures, mr. J.M. Blanco Fernández, mr. M. Holtzer, prof. mr. G. van Solinge (2004)
- 79 Mr. J.J. Prinsen, Converteerbare obligaties (2004)
- 80 Mr. M.P. Nieuwe Weme, Het verplicht bod op effecten (2004)

